



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PISA

**DIPARTIMENTO DI
ECONOMIA E MANAGEMENT**

Corso di Laurea Magistrale in
Banca, Finanza Aziendale e Mercati Finanziari

**FAMILY VS NON FAMILY BUSINESS
NELLA CREAZIONE DI VALORE**

ANALISI DEL QUINQUENNIO 2008-2012 SULLE SOCIETÀ DEI

BENI DI CONSUMO QUOTATE SU BORSA ITALIANA

Relatore

PROF. ENRICO GONNELLA

Candidata

GIUSEPPINA COVATO

ANNO ACCADEMICO 2013/2014

“Se non puoi essere un pino sul monte, sii una saggina nella valle, ma sii la migliore, piccola saggina sulla sponda del ruscello.

Se non puoi essere un albero, sii un cespuglio.

Se non puoi essere un'autostrada, sii un sentiero.

Se non puoi essere il sole, sii una stella.

Sii sempre il meglio di ciò che sei.

Cerca di scoprire il disegno che sei chiamato ad essere.

Poi mettili con passione a realizzarlo nella vita.”.

Martin Luther King

Ringraziamenti

Eccomi qui, pronta, con la presente tesi, a fissare la bandiera di arrivo su una nuova tappa della mia vita con la quale segno la fine di questo viaggio nel quale racchiudo innumerevoli ricordi.

Come accade per ogni percorso, una volta arrivati alla meta si ripensa ai momenti migliori, ai più divertenti, ma anche a quelli più difficili e capaci di mettere in dubbio le scelte intraprese. Certo è che durante questo lungo viaggio ho avuto a fianco molte persone alle quali adesso devo dire grazie.

In primis non posso che ringraziare il mio relatore, il professor Enrico Gonnella, che mi ha seguito nella stesura della presente tesi dimostrandosi molto disponibile anche a venire incontro alle mie esigenze lavorative.

Lo ringrazio soprattutto perché con la sua preparazione e il suo modo di insegnare, è riuscito a trasmettermi la passione per il proprio lavoro e a suscitare in me il forte interesse per la materia.

Grazie alla mia famiglia, che mi ha sempre sostenuto, condividendo con me ansie e gioie, e alla quale dedico questo lavoro ma, in generale, ogni traguardo della mia vita.

Grazie in generale a chi c'è sempre stato e ha sempre creduto in me.

Il ringraziamento più grande va però a voi che avete reso indimenticabile questo cammino, perché con voi ho condiviso i momenti più belli, quelli che mi faranno pensare a questi anni con forte nostalgia: Rosy, Claudia, Gigia, Adele, Dado e Riccardo...GRAZIE DI CUORE!

INDICE

RINGRAZIAMENTI.....	3
----------------------------	----------

INTRODUZIONE	9
---------------------------	----------

CARATTERI GENERALI DELLE AZIENDE FAMILIARI	11
---	-----------

1.1 Verso una definizione di azienda familiare	11
--	----

1.2 Gli elementi strutturali: valori, intangibles e organizzazione.....	17
---	----

1.3 Il rapporto impresa-famiglia	20
--	----

1.4 Dal Business in the Family al Family in the Business: il cammino della famiglia in azienda.....	24
--	----

1.5 Dalle domestiche alle allargate: le classi di family business.....	29
--	----

1.6 Dalla singola azienda al gruppo familiare	34
---	----

1.7 Donne, single e omosessuali: la famiglia in una prospettiva moderna.....	39
--	----

ORGANIZZAZIONE E SUCCESSIONE NELLE FAMILY BUSINESS.....	46
--	-----------

2.1 Corporate Governance: dal generale al particolare	46
---	----

2.2 Corporate Governance: gli organi societari nella family firm.....	54
---	----

2.3 Regole per una serena convivenza: il family planning e i patti di famiglia	58
--	----

2.4 L'apertura del capitale: private equity e quotazione	61
--	----

2.5 Finanza, banche e family business.....	64
2.6 Successione e ricambio generazionale.....	67
2.7 Family vs Non Family Business: vantaggi e limiti di una famiglia a capo.	73
 IL VALORE AZIENDALE: PERCORSO E METODI PER LA SUA DEFINIZIONI E PECULIARITÀ IN TEMA DI FAMILY BUSINESS	77
3.1 Dal capitale al valore aziendale	77
3.2 Il valore e le sue configurazioni.....	81
3.3 Dinamiche della valutazione.....	87
3.4 I possibili metodi per arrivare al valore	91
3.5 Le peculiarità del valore nelle family business	109
 EVA[®]: UNA MISURA DI PERFORMANCE DEL VALORE	114
4.1 Dalla creazione di ricchezza alla creazione di valore.....	114
4.2 EVA [®] : una panoramica del modello.....	117
4.3 EVA [®] e flussi di cassa: il legame esistente nella misurazione del valore e delle performance.	125
4.4 Vantaggi e svantaggi dell'EVA [®]	130
4.5 I drivers del valore	133
 L'EVIDENZA EMPIRICA	141

5.1 Introduzione e presentazione della base letteraria	141
5.2 Descrizione della ricerca: modello e finalità.	144
5.3 Limiti della ricerca.....	146
5.4 La Statistica descrittiva e il campione di riferimento	147
5.5 La ricerca passo dopo passo	157
5.6 Analisi e discussione dei risultati conseguiti	160
 CONCLUSIONI	 173
 BIBLIOGRAFIA.....	 179
 SITOGRAFIA.....	 17995

Indice delle Tabelle

<i>Tabella 1 Coppie per tipologia</i>	<i>45</i>
<i>Tabella 2 Argomenti disciplinati nei Patti di Famiglia</i>	<i>60</i>
<i>Tabella 3 La creazione di valore per classi di fatturato</i>	<i>163</i>
<i>Tabella 4 Risultati per classi di EVA/VA</i>	<i>166</i>
<i>Tabella 5 Value drivers medi a confronto</i>	<i>169</i>
<i>Tabella 6 Società oggetto dell'analisi empirica</i>	<i>176</i>

Indice delle Figure

<i>Figura 1 Metasystem del Family Business</i>	<i>13</i>
<i>Figura 2 The Three Circle Model delle aziende familiari</i>	<i>23</i>
<i>Figura 3 The F-PEC Scale.....</i>	<i>30</i>
<i>Figura 4 Le variabili utilizzate per classificare le imprese familiari.....</i>	<i>32</i>
<i>Figura 5 I “quasi-gruppi” di imprese familiari</i>	<i>35</i>
<i>Figura 6 I “gruppi chiusi” di imprese familiari.....</i>	<i>36</i>
<i>Figura 7 I “gruppi aperti” di imprese familiari.....</i>	<i>37</i>
<i>Figura 8 Gli organi di governo di un'impresa familiare.....</i>	<i>54</i>
<i>Figura 9 Il ciclo di vita aziendale e familiare</i>	<i>61</i>
<i>Figura 10 Come gli imprenditori percepiscono il passaggio generazionale</i>	<i>72</i>
<i>Figura 11 Configurazioni di valore aziendale.....</i>	<i>86</i>

<i>Figura 12 I metodi di valutazione</i>	94
<i>Figura 13 Come si determinano i FCFE e i FCFO</i>	100
<i>Figura 14 Il Capitale Operativo Investito netto</i>	122
<i>Figura 15 Le principali rettifiche al capitale ed al reddito ai fini della determinazione dell'EVA</i>	125
<i>Figura 16 Le determinanti del valore</i>	134
<i>Figura 17 ROE vs i: quando l'impresa crea valore</i>	136
<i>Figura 18 L'albero del valore</i>	140
<i>Figura 19 Riclassificazione dello S.P. con il “criterio di pertinenza gestionale”</i>	158
<i>Figura 20 Conto Economico riclassificato</i>	159
<i>Figura 21 Creazione di Valore nel quinquennio 2008-2012</i>	162
<i>Figura 22 Il ROI per settori di produzione</i>	164
<i>Figura 23 L'andamento dell'EVA negli anni</i>	168
<i>Figura 24 In quanti distruggono valore</i>	169
<i>Figura 25 Andamento del valore (ROE-Ke)*PN medio negli anni</i>	171
<i>Figura 26 Il trend dei valori creati a confronto</i>	173

Introduzione

L'idea della presente ricerca, focalizzata sulla rilevazione del maggior valore creato o distrutto dalle aziende familiari, nasce dalla curiosità di costatare ciò che riportano frequentemente i media a proposito dei risultati di molteplici studi condotti sul campo e con i quali si evidenziano le migliori performance delle imprese guidate da una famiglia. Per motivi di tempistica il lavoro è stato circoscritto a una ristretta realtà rappresentata dalle aziende quotate e produttrici di beni di consumo e, per giudicare i risultati conseguiti, è stato compiuto il confronto con i dati derivanti dalla medesima analisi condotta stavolta sulle aziende facenti parte del campione richiamato ma che, per mancanza di requisiti, non sono classificabili come family businesses.

Attraverso il ricorso allo studio di un caso multiplo, la ricerca ha inteso quindi rispondere al quesito: “La famiglia fa bene all’azienda?”.

Le imprese familiari rappresentano la più antica forma di organizzazione imprenditoriale e le evidenze empiriche mostrano come, ancora oggi, sia nelle economie emergenti sia in quelle sviluppate, esse contribuiscano significativamente alla crescita e allo sviluppo economico generale. La letteratura di riferimento individua nel family business un tema di ricerca che ha suscitato a partire dagli anni '90, un notevole interesse legato all'accrescimento delle conoscenze sulle specificità ed i caratteri distintivi delle imprese familiari. Il family business, facendo leva sulle proprie caratteristiche di lealtà, fiducia e reputazione può in tal senso sviluppare un'attrazione di capitali e di risorse umane professionali, superare le barriere allo sviluppo ed innovare le componenti della catena del valore. La sua presenza nei Paesi europei risulta infatti estremamente rilevante e l'Italia non fa eccezione: tale evidenza è strettamente legata al fatto che le imprese familiari sono, nella maggior parte dei casi, imprese di piccole e medie dimensioni; le realtà aziendali di tali dimensioni, infatti, sono molto diffuse nel tessuto economico italiano, ove le PMI rappresentano il 99% delle imprese (Istat, 2008).

L'analisi della letteratura, nazionale e internazionale, ha consentito inoltre di definire un modello di misurazione della “creazione di valore” della gestione operativa, basato sull'osservazione dell'indice EVA[®].

Il lavoro è strutturato nel seguente modo: i primi due capitoli sono dedicati alla particolare realtà quale è la family business, quindi ai suoi principali caratteri, al rapporto che si instaura tra la famiglia e l'impresa, alla sua organizzazione e ai problemi legati alla successione; nel terzo capitolo si parlerà invece del “valore”, delle sue configurazioni e dei metodi che la dottrina prevede per determinarlo; nel quarto capitolo verrà esposto l'indice EVA[®], misuratore di performance utilizzato anche nella sezione empirica del presente lavoro. Nella parte finale si presentano i risultati conclusivi della ricerca, condotta su un campione di imprese, in gran parte familiari.

Il tutto è quindi suddiviso in fasi sequenziali, dalla teoria generale alle evidenze specifiche. Nella prima parte si è analizzato il family business definition dilemma (Astrachan, Klein e Smyrnios, 2002; Klein, Astrachan e Smyrnios, 2005), cercando di categorizzare gli elementi teorici che influenzano le varie definizioni presenti in letteratura. Successivamente si sono analizzati i costi e i benefici potenziali associabili alla forma di governo delle imprese familiari al fine di evidenziare le determinanti potenziali del legame family business - firm performance. Attraverso la review della letteratura si sono poi analizzati i contributi teorici ed empirici che hanno avuto ad oggetto tale rapporto. Dopo aver selezionato un campione di imprese quotate e aver definito quelle familiari, seguendo le indicazioni ricevute da una prima parte dedicata all'analisi descrittiva, si è passati all'analisi inferenziale. Nella parte finale del lavoro, per indagare in profondità, ai risultati derivanti dal calcolo dell'indice EVA[®], si sono affiancati quelli provenienti dall'applicazione di un ulteriore indice, focalizzato non più sull'intera gestione operativa ma, bensì, soltanto sulla componente caratteristica dell'attività aziendale.

CAPITOLO PRIMO

CARATTERI GENERALI DELLE AZIENDE FAMILIARI

Sommario: 1.1 Verso una definizione di azienda familiare; 1.2 Gli elementi strutturali: valori, intangibles e organizzazione; 1.3 Il rapporto impresa-famiglia; 1.4 Dal Business in the Family al Family in the Business: il cammino della famiglia in azienda; 1.5 Dalle domestiche alle allargate: le classi di family business; 1.6 Dalla singola azienda al gruppo familiare; 1.7 Donne, single e omosessuali: la famiglia in una prospettiva moderna.

1.1 Verso una definizione di azienda familiare

Le imprese familiari sono oggi un fenomeno diffuso in tutto il mondo, protagoniste indiscusse dell'economia italiana.

A darne conferma sono le numerose ricerche condotte in questi ultimi anni¹: per molto tempo questo campo è rimasto inesplorato ma, dopo gli anni 70, sempre più furono gli studiosi che focalizzarono l'attenzione su questa entità aziendale, pian piano divenuta la più presente, soprattutto nei Paesi caratterizzati da un'economia aperta e dalla forte presenza di PMI².

Come appena detto, i primi studi sulle imprese familiari risalgono a non molti anni fa: inizialmente, infatti, queste non erano fonte d'interesse perché considerate una fase di passaggio all'interno dei processi di crescita aziendale,

¹ Importanti studi sul tema in questione vengono periodicamente compiuti, per ciò che riguarda il territorio italiano, dall'Osservatorio AUB (Osservatorio Nazionale Permanente sulle Aziende Familiari condotto da AIdAF, UniCredit, Bocconi). Per maggiori informazioni si rimanda al sito www.aidaf.it/sezioni/osservatorio-aub/.

² Per la definizione di PMI (piccole medie imprese) vedi Raccomandazione della Commissione 2003/361/CE, Gazzetta ufficiale dell'Unione europea del 20/05/2003

quindi destinate, secondo la dottrina passata, a essere superate per motivi ricollegati alla crescita dimensionale e alla complessità della struttura aziendale³. In Italia i primi studi risalgono alla fine degli anni 80 poiché in precedenza l'attenzione era concentrata su un'altra tipologia d'impresa, quella a consumo⁴; solo verso la seconda metà degli anni 80 si sentì il bisogno di demarcare i confini dell'oggetto di studio, soprattutto per riuscire a compiere dei confronti tra business familiari e non. Oggi, nonostante la fase iniziale delle ricerche possa considerarsi superata, continua a persistere il problema riguardante la definizione di "impresa familiare"⁵.

Carlo Masini⁶ identifica la famiglia come un *istituto*⁷ cioè *un'unità con elementi e fattori legati da caratteri di complementarietà per essere rivolti ad un insieme*

³ A.A. BERLE – G.C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan 1932.

⁴ Si pone una distinzione fra:

- aziende di produzione o imprese;
- aziende di consumo (o di erogazione).

Le *aziende di consumo*, in quanto incentrate appunto sul consumo, sono direttamente rivolte alla soddisfazione dei bisogni umani. Esse hanno come obiettivo immediato l'appagamento dei bisogni di determinati soggetti direttamente beneficiari della loro attività.

⁵ Si noti che l'espressione "impresa familiare" del presente elaborato fa riferimento alla locuzione propria dell'economia aziendale e non a quella del Codice Civile dove essa viene intesa come quella impresa in cui collaborano, oltre all'imprenditore, il coniuge, i parenti entro il terzo grado e gli affini entro il secondo (*art. 230 bis c.c.*) e che rientra, dunque, nella fattispecie dell'impresa individuale, nonostante il reddito venga suddiviso tra i collaboratori come nelle società di persone. L'imprenditore individuale rimane, infatti, l'unico debitore in caso di insolvenza e solo a lui fanno capo eventuali sanzioni, anche in caso di accertamento.

⁶ Carlo Masini (1914-1995) fu uno studioso di grande spessore intellettuale e spirituale, che tentò di portare i suoi ideali anche nelle sue formazioni dottrinali. Tra i suoi più grandi contributi ricordiamo il concetto di azienda, la formulazione della teoria generale degli istituti e della teoria del soggetto economico.

⁷ «Un istituto si presenta come un complesso di elementi e di fattori, di energie e di risorse personali e materiali. Esso è duraturo (impropriamente talora si dice "stabile"). [...] Come complesso è ordinato (sorge, continua, si estingue) secondo proprie leggi anche di varia specie

di fini comuni e definisce quindi l'impresa familiare come l'ordine economico dello stesso, con obiettivi atti a soddisfare gli interessi economici di soggetti componenti della famiglia e non.

Il family business è dunque visto come un “metasystem” composto da tre sottosistemi quali (1) l'unità di controllo familiare che rappresenta la storia, la tradizione della famiglia; (2) il complesso aziendale cioè la struttura e, con essa, le strategie necessarie per creare valore; infine abbiamo (3) i componenti della famiglia, portatori di conoscenze, competenze e interessi⁸ (Vedi **Figura 1**).

Figura 1 *Metasystem del Family Business*



Numerose sono quindi le definizioni presenti in letteratura: tracciare i confini di questo fenomeno poco omogeneo è un'operazione difficile e, ancora oggi, non è stata individuata una nozione unica e di generale accettazione⁹. Il problema è

(fisiche, sociologiche, economiche, religiose e così via) e in multiforme combinazione. È una unità per i rapporti che lo costituiscono, ma che proprio si manifestano in un modo e non in un altro e con vincolo degli elementi e fattori a carattere di complementarietà per essere rivolti ad un insieme comune. [...] L'istituto presenta inoltre il carattere dell'essere autonomo, ma di un'autonomia relativa per i nessi con le altre componenti della società umana.» MASINI C. (1970) Lavoro e risparmio, op.cit., pp.10/11.

⁸ «The family business social system is a 'metasystem' comprised of three broad subsystem components: (1) the controlling family unit – representing the history, traditions, and life cycle of the family; (2) the business entity – representing the strategies and structures utilized to generate wealth; and (3) the individual family member – representing the interests, skills, and life stage of the participating family owners/managers.» POUTZIOURIS, SMYRNIOS and KLEIN IN ASSOCIATION WITH IFERA – THE INTERNATIONAL FAMILY ENTERPRISE RESEARCH ACADEMY (2006) Handbook of Research on Family Business op.cit. pp 69-70.

⁹ Littunen and Hyrsky 2000, p.41: “There is no widely accepted definition of a family business”.

legato al fatto che ogni impresa è una realtà propria e unica. Partendo da tale considerazione è possibile elaborare diverse definizioni, ognuna legata a un determinato aspetto di tale fenomeno. È necessario quindi individuare delle variabili-guida del rapporto impresa-famiglia e il loro grado di intensità necessario affinché si possa giudicare un'impresa come, appunto, "familiare". Sarà dunque possibile ottenere accezioni differenti considerando caratteri diversi¹⁰.

La dottrina suggerisce tre possibili vie da considerare per arrivare a una nozione, quali (1) il contenuto, (2) lo scopo e (3) la forma dell'azienda. Il concetto maggiormente considerato è il primo e, più precisamente, quello di "controllo"¹¹. Quando quest'ultimo non è però totalitario, diventa opportuno considerare anche altre variabili per riuscire a classificare l'impresa. Qui entrano in gioco i poteri di governo e di gestione dei membri della famiglia che, nonostante la partecipazione di soggetti terzi al capitale, devono mantenere l'influenza prevalente¹².

In funzione dell'intensità del coinvolgimento della famiglia è dunque possibile definire tre concetti di business familiare¹³:

- a) Approccio **RESTRITTIVO** secondo il quale è familiare l'impresa in cui i portatori di capitali di rischio e i prestatori di lavoro appartengono ad un'unica famiglia o a poche famiglie unite da vincoli di parentela o di

¹⁰ "La sensibilità al valore nell'impresa familiare" a cura di Enrico Viganò. CEDAM 2006

¹¹ Ad esempio:

- I. LANSBERG, E. PERROW, S. ROGOLSKY, "Editor's notes of first number of family business review" in *Family Business Review* (1988) p. 1-8: "*A business in which the members of a family have a legal control over ownership*" p.2.
- DONKELS e FROHILCH 2000, Are family business really different? European experiences from a stratos, in *Family Business Review* n.2 1991: "We consider a business as being a family business if family members own at least 60% of equity".

¹² "La sensibilità al valore nell'impresa familiare" a cura di Enrico Viganò. CEDAM 2006

¹³ ASTRACHAN J. H., SHANKER M. C., "Myths and realities: family business contribution to the US economy. A framework for assessing family business statics", in *Family Business Review*, vol 9 n2 1996.

affinità¹⁴. Secondo tale nozione le businesses familiari saranno soprattutto PMI operanti nel settore commerciale, artigianale e dei servizi, in cui i soggetti economici¹⁵ sono componenti della famiglia. Qui spesso si verifica la confusione tra i patrimoni dei due istituti, impresa e famiglia, nonché una sovrapposizione tra l'azienda di consumo e quella di produzione: i due sistemi vengono quasi a coincidere¹⁶. Tale definizione richiede quindi il coinvolgimento diretto dei familiari nelle operazioni aziendali e la loro responsabilità manageriale¹⁷.

b) Approccio MEDIO è quello basato sul RECIPROCO CONDIZIONAMENTO tra l'azienda di produzione e quella di consumo di una o poche famiglie, legate da vincoli di parentela o affinità, detentori del capitale di rischio conferito. L'impresa in questo caso viene definita come un tipo di impresa "mista"¹⁸. Questa nozione è spesso adottata nei Paesi nord-americani dove esponenti come P. Davis richiedono che la politica e la direzione generale siano fortemente influenzate da componenti della famiglia¹⁹.

Possono quindi qui includersi imprese di piccole, medie e grandi dimensioni all'interno delle quali la reciproca influenza ha una forte intensità perché i familiari assumono la direzione generale o il ruolo del governo esclusivo nel

¹⁴ G. DELL'AMORE, Le fonti del risparmio, Giuffrè 1962 p.36.

¹⁵ *"Il soggetto economico che esercita il controllo della società è la persona fisica o il gruppo delle persone nel cui prevalente interesse l'azienda è di fatto amministrata"*, G.ZAPPA op.cit., 1957 Tomo Primo p.86.

¹⁶ G.CORBETTA, Le imprese familiari, EGEA 1995 p.17.

¹⁷ ASTRACHAN J.H., SHANKER M.C. "Myths and realities: family business contribution to the US economy. A framework for assessing family business statistics", in Family Business Review, vol 9 n 2 1996: "The narrow family business definition would require that the business have multiple generations involved, direct family involved in daily operations, and more than one family member having a significant management responsibility".

¹⁸ G.FERRERO, Imprese e management, Giuffrè Milano 1987, pag.48-49.

¹⁹ P.DAVIS, Realizing the potential of Family Business in "Organizational Dynamics", n2 1987 p.47.

CdA o, semplicemente, sono portatori dell'intero capitale di rischio o di una quota consistente di esso. Il condizionamento può però presentarsi anche in forma meno intensiva, ammettendo la partecipazione di terzi soggetti al capitale, al controllo e alla direzione dell'azienda di produzione²⁰.

È necessaria comunque la presenza del fondatore o dei discendenti e il coinvolgimento costante di questi nella vita dell'azienda²¹.

Le definizioni all'interno di questa categoria possono quindi essere classificate in base all'intensità dell'accento posto su uno dei seguenti aspetti, cioè la *proprietà* del capitale di rischio, il *controllo* inteso come esercizio dei poteri e, infine, la *gestione* dell'impresa²².

- c) Approccio AMPIO secondo il quale la famiglia deve mantenere un certo grado di controllo sulla direzione strategica dell'impresa. Si considera quindi business familiare anche quell'istituto in cui il componente della famiglia influenza le decisioni aziendali in via indiretta, attraverso direttive al CEO o il possesso di una significativa quota di capitale²³.

²⁰ G.CORBETTA, Le imprese familiari, EGEA 1995 p.17-19.

²¹ ASTRACHAN J.H., SHANKER M.C. "Myths and realities: family business contribution to the US economy. A framework for assessing family business statistics", in Family Business Review, vol 9 n 2 1996: "The middle division would include all the criteria of the broadest group and would require that the founder or descendant runs the company. Again, this definition would include those businesses where only one member of the family is directly involved in the day-to-day operations".

²² G.CORBETTA, Le imprese familiari p.20.

²³ ASTRACHAN J.H., SHANKER M.C. "Myths and realities: family business contribution to the US economy. A framework for assessing family business statistics", in Family Business Review, vol 9 n 2 1996: "The broadest and most inclusive definition requires that the family have some degrees of effective control over strategic direction, and that the business is at least intended to remain in the family. This definition includes business where a family member is not in direct daily contact with the business but influences decision-making, perhaps through board membership or significant stock ownership".

È qui che possiamo far rientrare la nozione accolta dal professor Corbetta²⁴, secondo la quale *“un’impresa si definisce familiare quando una o poche famiglie, collegate da vincoli di parentela, di affinità o da solide alleanze, detengono una quota del capitale di rischio sufficiente ad assicurarsi il controllo dell’impresa”*²⁵.

Questa può essere considerata una definizione mista perché combina insieme elementi oggettivi, quali la proprietà e il management, ed elementi soggettivi ricollegati alla sfera emotiva e comportamentale della famiglia. Secondo tale accezione, infatti, i familiari non devono necessariamente detenere la maggioranza assoluta del capitale e possono esercitare la loro influenza attraverso la nomina di amministratori e di direttori di fiducia.

A mio avviso, questa può essere considerata la nozione più adatta ad esaltare l’unicità di tale fenomeno dai confini estremamente labili e considerato “un genere con molte specie” (CORBETTA-DEMATTE’ 1993).

1.2 Gli elementi strutturali: valori, intangibles e organizzazione

È importante adesso presentare, dopo aver definito l’oggetto di studio di questo elaborato, le sue caratteristiche, nonché ciò che lo rende differente da una comune unità aziendale.

Si focalizza innanzitutto l’attenzione sugli elementi che compongono la struttura. Quando si fa riferimento ad un’impresa si analizzano i suoi *valori*, cioè i principi guida che orientano il comportamento di coloro che vi operano all’interno.

²⁴ Guido Giuseppe Corbetta è professore ordinario di Strategia aziendale e titolare della cattedra AIdAF - Alberto Falck di Strategia delle aziende familiari. Docente senior dell'Area Strategia della SDA Bocconi. Membro del Comitato editoriale di Entrepreneurship Theory and Practice, Family Business Review. Fellow of IFERA (International Family Enterprise Research Academy).

²⁵ C. DEMATTE’ – G.CORBETTA, I processi di transizione delle imprese familiari, Milano, Mediocredito Lombardo 1993, p.5.

Nelle imprese familiari, un ruolo fondamentale è rivestito dalla storia della famiglia perché è da questa che derivano i principi apportati in azienda dai discendenti. Quest'ultima viene gestita in un'ottica di lungo periodo dato che, con il suo sviluppo e il suo crescere, il benessere della famiglia si legherà sempre di più alle sue performance.

I principi guida saranno sicuramente positivi perché volti a facilitare la funzionalità aziendale, nonché lo sviluppo nel tempo: si parla quindi di valori come l'imprenditorialità, la responsabilità, il rispetto delle persone e la trasparenza. Se, però, si considerano altri aspetti come, ad esempio, la confusione tra impresa e famiglia, l'ambizione senza limiti di alcuni familiari, la concezione dell'impresa come semplice fonte di guadagno proprio, ecco allora che si rilevano anche aspetti negativi di tale rapporto, aspetti che non agevolano, bensì ostacolano, il funzionamento dell'azienda di produzione²⁶.

Un altro lato fondamentale della struttura è quello delle cosiddette *condizioni patrimoniali intangibili* rappresentate dalle conoscenze apportate in azienda, dalla dedizione e coesione del personale e, infine, dalla credibilità dell'impresa; le conoscenze si riferiscono al patrimonio tecnico-industriale e a quello commerciale, componenti importanti e il cui sviluppo è favorito in tale ambito, grazie alla loro concentrazione su poche combinazioni economiche²⁷. Un problema infatti abbastanza riscontrato nelle imprese è quello di avere manager con livelli di conoscenza e di sapere specifico non molto adeguati²⁸.

La dedizione e la coesione del personale all'interno della family business, sono favorite dal fatto che ogni lavoratore si sente parte della famiglia: quest'ultima viene quindi vista come punto di riferimento stabile e tale legame viene spesso mantenuto nel tempo, anche quando, a causa delle consistenti dimensioni dell'impresa, la famiglia perde il suo ruolo centrale nell'ambito direzionale.

²⁶ G.CORBETTA, *Le imprese familiari*, EGEA 1995 p.58.

²⁷ G.CORBETTA, *Le imprese familiari*, EGEA 1995 p.64.

²⁸ HAMEL-PRAHALAD, *Strategic intent*, in Harvard Business Review, maggio-giugno 1989.

Infine, per ciò che riguarda la *credibilità*, è opportuno dire che questa è fortemente legata alla reputazione della famiglia stessa e avrà influenza positiva solo se quest'ultima dimostrerà attenzione, cura e interessi di sviluppo di lungo periodo nei confronti dell'azienda.

Da queste considerazioni si può quindi dedurre che le condizioni patrimoniali intangibili dipendono dalla qualità dei successori che, non sempre risulta adatta a portare avanti un'impresa. Quando le dimensioni di quest'ultima diventano importanti, è necessario, infatti, inserire all'interno della direzione dei membri estranei alla famiglia: la realtà evidenzia però che i soggetti esterni inseriti in azienda sono nella maggior parte dei casi legati alla famiglia, anche per semplice conoscenza. Il processo di crescita professionale è inoltre più lento rispetto a quello delle altre realtà e ciò è giustificato dal fatto che la società familiare ha una crescita dimensionale più lenta e i ruoli più alti sono rivestiti da componenti della famiglia stessa²⁹.

Ultimo aspetto da considerare, ma non per questo il meno rilevante, è *l'assetto organizzativo*. Le aziende familiari presentano una strutturazione non formalizzata e basata su una logica organicistica, dove i compiti e i ruoli non sono predefiniti ma determinati in modo continuo in base alle interazioni con gli altri³⁰.

Questa mancanza di formalizzazione è legata alle difficoltà derivate dalla presenza dello stesso familiare in più organi e alla necessità di non creare gerarchie tra i familiari stessi che potrebbero far scaturire dei malcontenti.

Per ciò che riguarda il sistema dei controlli, si è riscontrato che anch'esso è solitamente affidato a modelli informali e viene suddiviso in due parti, uno rivolto ai componenti della famiglia e l'altro al resto dei collaboratori. Questa suddivisione si riscontra anche nei sistemi relativi alla retribuzione e alla carriera ed è la causa principale di malfunzionamenti aziendali³¹.

²⁹ Cfr. CONSIDI op.cit.

³⁰ T. BURNS, G.M. STALKER, op.cit. p.121.

³¹ G.CORBETTA, Le imprese familiari, EGEA 1995 p. 67-68.

1.3 Il rapporto impresa-famiglia

Parlando delle imprese familiari è necessario trattare l'elemento caratteristico che le rende una classe specifica di analisi e cioè, il rapporto biunivoco che si instaura tra i due attori, quali sono la famiglia e l'impresa, e dal quale dipendono la funzionalità e la continuità dell'azienda stessa.

Dalle varie ricerche compiute sul caso considerato, sono emerse diverse concezioni relative al rapporto tra questi due istituti³² che nascono con finalità diverse quali protezione e cura dei membri per la famiglia e competizione e rischio per l'impresa.

Nelle piccole realtà, quelle tradizionali, dove spesso non vi sono scopi di crescita dimensionale, si rileva una completa confusione tra la famiglia e l'impresa: diventa difficile, in questi casi, compiere una valutazione separata dei risultati dell'azienda di produzione, proprio perché non è possibile disegnare i confini che separano questa dall'azienda di consumo rappresentata dalla famiglia³³. Tale confusione è generata da operazioni come la prestazioni di servizi senza alcun corrispettivo o la raccolta di fondi che la famiglia compie a favore dell'impresa ovvero investimenti privati effettuati con disponibilità monetarie aziendali.

Tale entità così organizzata è però destinata a scomparire nel tempo se inserita all'interno di un contesto economico dinamico.

Diffuso è anche il caso in cui i confini tra gli istituti sono delineati ma le esigenze della famiglia prevalgono su quelli dell'impresa: questo accade quando la concezione privatista e possessiva della famiglia primeggia sugli altri valori e su regole di comportamento e di organizzazione essenziali per la funzionalità aziendale che, nel tempo, può riscontrare ostacoli di sviluppo legati alla mancanza di risorse imprenditoriali indispensabili³⁴.

³² G. CORBETTA, *Le imprese familiari*, EGEA 1995 p 153.

³³ Queste realtà rientrano nella definizione di "impresa familiare in senso stretto" vista nel paragrafo 1.1.

³⁴ In tale contesto si evidenzia la tendenza ad inserire in azienda i più giovani della famiglia, destinati a diventare responsabili anche se non dotati del necessario spirito imprenditoriale e manageriale. Tale carenza sarà in seguito causa di declino aziendale. Qualora invece il ruolo dei

In questa concezione si evidenzia anche uno sviluppo dell'impresa non commisurato alle sue esigenze aziendali e alle dinamiche competitive ma, bensì, all'entità delle risorse familiari.

Anche questa realtà, in cui gli interessi dell'impresa sono subordinati a quelli della famiglia, riscontrata in contesti tradizionali non solo di piccole/medie dimensioni, è dunque destinata a non permanere nel tempo, soprattutto quando viene a mancare una leadership imprenditoriale, quando il numero dei familiari soci coinvolti cresce e si avvia il processo di raffreddamento dei rapporti presenti tra essi.³⁵

Le condizioni più adatte a favorire il successo della family business sono quelle presenti nella terza concezione riscontrata dagli studiosi, dove la famiglia riveste un ruolo importante ma non diventa un ostacolo per la crescita e lo sviluppo dell'impresa che, in questo caso, diviene un istituto economico-sociale autonomo e governato nell'interesse di tutti coloro che vi operano. La famiglia è dunque disposta a modificare il proprio ruolo all'interno dell'impresa in base allo stadio di crescita in cui si trova quest'ultima.

L'organizzazione in tale situazione presenta delle peculiarità in riferimento agli organi aziendali quali l'Assemblea dei soci, il Consiglio di Amministrazione e altri enti di governo e direzione: infatti alla prima partecipano tutti i familiari portatori di quote di capitali in azienda mentre alle altre solo coloro che detengono le competenze e conoscenze di gestione opportune, quindi anche soggetti estranei alla famiglia che sono per l'azienda fonte di professionalità.

dirigenti venisse rivestito da soggetti esterni alla famiglia, questi nel tempo abbandoneranno il loro ruolo a causa della mancata possibilità di crescita professionale legata al fatto che la famiglia persegue solo obiettivi di interesse proprio: ciò porta la lenta perdita dell'importante patrimonio di conoscenze e competenze. (vedi G.CORBETTA, *Le Imprese familiari*, EGEA 1995).

³⁵ G.CORBETTA, *Le imprese familiari*, p.160: "Fino a quando era vivo mio padre è [...] non ho mai detto nulla, ma ora che non c'è più ho chiesto ai miei fratelli e cugini che lavorano nell'impresa di cambiare registro".

Nonostante tale concezione sia basata sui principi fondamentali della dottrina economico-aziendale³⁶, essa risulta meno diffusa rispetto alle precedenti qui sopra trattate, se non nei mercati di elevate dimensioni: ciò viene ricollegato alla carente cultura economico-aziendale della famiglia che, curante solo dei propri interessi, non riconosce il rapporto esistente di causa-effetto tra la crescita dell'impresa e la prosperità familiare³⁷.

Per comprendere meglio il rapporto che lega le due entità è stato elaborato nei primi anni Ottanta da Tangiuri e Davis, un nuovo modello di rappresentazione detto “*Three Circle Model*”³⁸ che pone in risalto l'intreccio tra il peso della famiglia, anche come struttura proprietaria, e l'attività economica che si svolge in azienda: con esso quindi, il sistema biunivoco family-business trattato in precedenza viene trasformato in un rapporto tra tre pilastri, ovvero tra tre sottosistemi indipendenti ma tra loro interconnessi. Alla famiglia e all'impresa si aggiunge infatti la “proprietà” che, come evidenziato graficamente (Vedi **Figura 2**), è legata alle precedenti ma rimane comunque una componente da loro distinta. Tali elementi costituiscono i fondamenti della definizione ufficiale formulata dalla Commissione Europea nel 2009³⁹.

³⁶ In particolare, in questo contesto, si fa riferimento ai principi di continuità aziendale e di autonomia dell'impresa nei confronti di altri istituti, tra cui la famiglia stessa. Vedi E.GIANNESSI, *Interpretazione del concetto di azienda pubblica*, Pisa, Cursi 1961 pag 20-21.

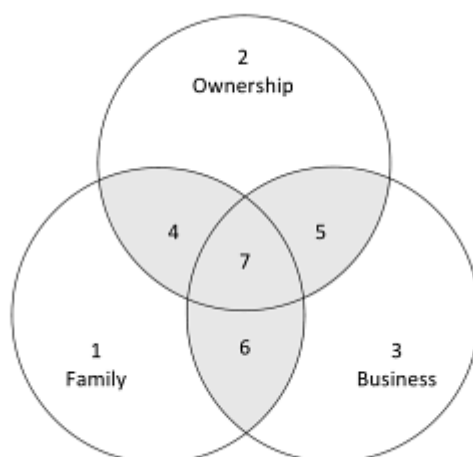
³⁷ G.CORBETTA, *Le imprese familiari*, EGEA 1995 p. 160-164.

³⁸ DAVIS J. A, TANGIURI R., “Bivalent Attributes of the Family Firm”, in *Family Business Review*, Volume IX, n.2 1996, p. 199-208.

³⁹ Nel progetto di ricerca denominato “Overview of family business reEVA@nt issue: research, networks, policy measures and recent studies” del 2009, la Commissione Europea ha identificato più di 90 definizioni di family business. Al termine degli studi si è arrivati però alla seguente nozione ufficiale: “A firm, of any size, is a family business, if:

- The majority of decision-making rights is in the possession of the natural person(s) who established the firm, or in the possession of the natural person(s) who has/have acquired the share capital of the firm, or in the possession of their spouses, parents, child or children's direct heirs.
- The majority of decision-making rights are indirect or direct.

Figura 2 *The Three Circle Model delle aziende familiari*



Fonte: Gersik, Davis, Hampton, Lansberg 1997

Ogni soggetto che intrattiene una relazione con l'impresa familiare può essere inserito all'interno di uno dei sette settori originati dall'intersezione dei tre subsistemi: il fondatore dell'azienda può occupare una posizione qualunque all'interno del cerchio denominato "ownership", comprensivo delle interrelazioni con gli altri due cerchi che formano le sezioni numero 4, 5 e 7; i membri della famiglia sono invece collocati all'interno del cerchio "family", comprensivo delle sezioni numero 4, 6 e 7; infine il management esterno e gli altri impiegati in azienda possono occupare una posizione all'interno del cerchio "business", comprensivo delle sezioni 5, 6 e 7⁴⁰. Nella "proprietà" troveremo, quindi, soggetti non necessariamente appartenenti alla famiglia, che possiedono quote di capitale e che quindi vedono l'azienda come una forma d'investimento, fonte di ritorno economico.

-
- *At least one representative of the family or kin is formally involved in the governance of the firm.*
 - *Listed companies meet the definition of family enterprise if the person who established or acquired the firm (share capital) or their families or descendants possess 25 per cent of the decision-making rights mandated by their share capital.*

Family businesses can be very diverse: they can be small, medium sized or large, listed or unlisted." Vedi <http://ec.europa.eu/>.

⁴⁰ C.GIACHINO, *La strategia di sviluppo prodotto: il DNA dell'azienda*, Giappichelli Editore 2012, p.23.

Le caratteristiche vere e proprie di una family business nascono però dalle relazioni che si instaurano tra i tre cerchi qui sopra rappresentati e dalle quali hanno origine differenti categorie di attori, cioè soggetti, interni o esterni alla famiglia, portatori di interessi all'interno dell'impresa.

Dal modello di Tagiuri e Davis si evidenzia un trade-off tra le tre aree in oggetto legato ai divergenti interessi dei soggetti coinvolti; da esso è quindi possibile rilevare i numerosi motivi che si trovano alla base dei comuni conflitti interaziendali, generati dalla sovrapposizione fisiologica che si crea tra il sistema famiglia e il sistema azienda⁴¹.

Crescendo, l'impresa diventa sempre più complessa e ciò comporta l'esigenza di nuove regole che permettano di gestire tale mutamento. È qui che nasce la necessità di inserire nel modello sopra una quarta componente, la *corporate governance* con la quale si specifichi il compito della famiglia e di tutti coloro richiamati a svolgere un ruolo nella gestione e nel governo dell'impresa, tracciando la linea di separazione tra proprietà e management, tra politica direzionale e gestione aziendale quotidiana⁴².

Con il susseguirsi delle generazioni, il sistema di governance diventa decisivo per la continuità aziendale dato che, come illustrato da uno studio della Harvard Business School⁴³, al trascorrere del tempo, la sovrapposizione tra i tre sottosistemi, famiglia, proprietà e impresa, tende progressivamente a diminuire.

1.4 Dal Business in the Family al Family in the Business: il cammino della famiglia in azienda

L'impresa familiare, nel corso della sua vita, attraversa varie fasi: con il tempo, infatti, cambia il rapporto che si instaura tra l'unità di produzione e la famiglia stessa.

⁴¹ L.DEL BENE, N.LATTANZI, G.LIBERATORE, Aziende familiari e longevità economica, IPSOA 2012 p.36-40.

⁴² F.FORTUNA, Corporate Governance. Soggetti, modelli e sistemi, Franco Angeli 2002.

⁴³ GERSICK, DAVIS, HAMPTON, LANSBERG, "Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business", Harvard Business School Press, 1997.

Il tutto nasce dall'idea dell'imprenditore, che disegna, sviluppa e realizza il suo progetto attraverso la creazione dell'azienda con la quale instaura una forte sinergia e che diventa anche un mezzo di realizzazione personale, in cui spendere le proprie risorse fisiche e finanziarie.

In questa prima fase, si ha un forte entusiasmo e l'imprenditore è completamente assorto dal suo lavoro, spesso continuato anche a casa; egli antepone l'azienda anche agli affetti familiari che vengono perciò trascurati.

Si parla quindi di “*business in the family*” perché l'impresa assorbe completamente il suo fondatore. Tale stadio è caratterizzato da dimensioni ridotte dell'entità e da problemi di natura finanziaria, aziendale e fiscale, ma anche da contrasti in ambito domestico⁴⁴.

Il coinvolgimento in impresa della seconda/terza generazione segna l'avvio della nuova fase, detta “*family in the business*”, in cui sono sempre più i membri della famiglia inseriti all'intero dell'unità di produzione, molti sono impegnati professionalmente, quindi attivi al suo interno, altri invece presenti solo come portatori di capitali, quindi interessati unicamente all'aspetto patrimoniale⁴⁵.

In tale stadio l'impresa ha raggiunto dimensioni medio-grandi e nascono i primi problemi relativi ai rapporti tra i discendenti della famiglia: si instaurano malcontenti e controversie a causa di abitudini errate che è solito riscontrare in questa realtà. In molti casi, infatti, si crea confusione tra ruoli aziendali e famiglia, l'impresa è vista come una fonte da cui attingere liberamente risorse finanziarie ovvero un impiego lavorativo sicuro per figli e nipoti, anche se non professionalmente adeguati al ruolo a loro assegnato. Il patrimonio è affidato non più a banche locali di piccole dimensioni ma ad unità regionali con divisione Private & Corporate; inoltre è in questo momento che può subentrare la figura del manager esterno.

⁴⁴ W. ZOCCHI, *Il Family Business – Famiglia, azienda di famiglia e patrimonio dell'imprenditore*, Il Sole 24 Ore, Milano 2004, p 22.

⁴⁵ Per la classificazione dei familiari in azienda vedi infra par. 1.3.

Ultimo passo, nonché il più avanzato perché si verifica normalmente dopo i settant'anni di vita aziendale, è quello detto “*office in the family*”⁴⁶ in cui la società familiare ha già acquisito la sua autonomia e la gestione è in gran parte affidata a specialisti esterni. È adesso che si sviluppa il problema della deriva generazionale⁴⁷ che potrà essere gestito, insieme alle altre problematiche in tema familiare, solo attraverso precise regole e disposizioni definite per mezzo di accordi detti “patti di famiglia”⁴⁸.

L'armonia e la continuità societaria sono assicurati solo dalla presenza dell'equilibrio tra i tre fattori chiave di questa particolare realtà cioè la famiglia, l'azienda e il patrimonio, dove ognuna può assumere forme e sembianze diverse⁴⁹.

All'interno della famiglia, o meglio tra i membri coinvolti in azienda, è possibile distinguere due categorie, a seconda del ruolo e degli interessi coltivati in società. La teoria economica distingue i familiari coinvolti in due macro categorie, i familiari attivi e quelli passivi, classificazione che Walter Zocchi⁵⁰ rende più specifica con l'inserimento di due classi ibride quali i familiari pseudoattivi e pseudopassivi.

⁴⁶ W. ZOCCHI, *Il Family Business – Famiglia, azienda di famiglia e patrimonio dell'imprenditore*, Il Sole 24 Ore, Milano 2004, p. 24.

⁴⁷ La “deriva generazionale” è intesa come aumento progressivo del numero di familiari in azienda con lo scorrere delle dinastie. G.CORBETTA, *Le imprese familiari*, p.106.

⁴⁸ Per “PATTI DI FAMIGLIA” vedi par. 2.3.

⁴⁹ L'azienda può ad esempio essere un'azienda d'opera, di capitale, immobiliare, una holding, una finanziaria o un gruppo; il patrimonio può invece essere scomposto in mobiliare, immobiliare, parte liquidità, intangibile ecc. - W. ZOCCHI, *Il Family Business – Famiglia, azienda di famiglia e patrimonio dell'imprenditore*, Il Sole 24 Ore, Milano 2004, p. 17.

⁵⁰ Walter Zocchi è un dottore commercialista e revisore contabile da anni è impegnato a livello nazionale e internazionale nello studio e nella ricerca sulla family business, fornendo anche attività di docenza e consulenza in tale ambito. È fondatore e Presidente del Centro Studi sull'impresa di famiglia “Di padre in figlio” di Milano. – FBO Family Business Office, <http://www.familybusinessoffice.it>.

I primi, familiari attivi, sono coloro che svolgono un ruolo all'interno della società: possono essere amministratori, dipendenti, collaboratori quindi soggetti che sono parte importante della funzionalità e attività aziendale. Essi sono interessati alle dinamiche e ai processi produttivi, dunque impegnati nella realizzazione degli obiettivi, tra cui la continuità aziendale, e non mettono al primo piano l'ottenimento di un dividendo che, se realizzato, preferiscono reinvestire in azienda. Per loro quindi l'impresa non è una semplice fonte di guadagno ma sede di impegno e di crescita professionale.

Diversamente accade per i familiari passivi, soggetti non coinvolti nell'operatività aziendale ma, bensì, interessati solamente all'aspetto patrimoniale, dunque alla remunerazione periodica a loro spettante. È fondamentale per questi soggetti la trasparenza informativa e dei processi; in genere, essi sono propensi ad operazioni di mobilità di quote di capitali verso investimenti più remunerativi.

L'evidenza empirica dimostra che è molto difficile mantenere un equilibrio tra queste due categorie a causa della mancanza di buon senso, professionalità e intelligenza dei soggetti coinvolti e qualora tale equilibrio venga a mancare è difficile raggiungerlo di nuovo.

Sono invece definiti ibridi i soggetti che si dimostrano interessati all'andamento della società ovvero alla sua gestione ma che, pur partecipando alle assemblee e mantenendosi informati, lasciano l'operatività in mano alle altre persone presenti in azienda.⁵¹ La differenza tra i familiari pseudoattivi e pseudopassivi si ricollega alla loro posizione: ai primi è affidato un ruolo aziendale anche in mancanza di competenze professionali (è questo il caso in cui l'impresa familiare viene concepita come un impiego sicuro per figli e nipoti, anche se incompetenti); i

⁵¹ W.ZOCCHI, *Il Family Business – Famiglia, azienda di famiglia e patrimonio dell'imprenditore*, Il Sole 24 Ore, Milano 2004, p. 50.

secondi, invece, sono soggetti ai quali non è chiara la propria posizione e quindi, pur rappresentando un semplice socio, agiscono pensandosi amministratori.⁵²

Nelle realtà con dimensioni più importanti, i ruoli sono definiti in modo rigido così da non lasciare spazio a queste figure spurie. Sono infatti elaborati precisi organigrammi organizzativi, i familiari vengono affiancati da specialisti esterni e viene curata con attenzione la comunicazione⁵³ tra i componenti così da mantenere la trasparenza che, come detto prima, agevola la convivenza tra la molteplicità di soggetti presenti.

A conclusione del quadro espositivo sulle tipologie di familiari che si possono incontrare in azienda è necessario parlare dei cosiddetti “familiari indiretti”: tali figure sono infatti soggetti non legati alla famiglia da una parentela ma che instaurano con essa rapporti molto stretti e spesso di fiducia. Le personalità più note sono quelle del commercialista, al quale il familiare si affida completamente, del banchiere e di altre figure professionali dalle quali la famiglia diventa totalmente dipendente per la gestione di alcune problematiche. Anche l'ex coniuge, l'amico e i soci cofondatori sono considerati familiari

⁵² Walter Zocchi cita anche altre figure ibride a fianco ai familiari pseudoattivi e pseudopassivi: parla infatti di soggetti come i “mandroni”, incrocio tra manager e imprenditori, o gli “imprendiliari” cioè metà imprenditori e metà familiari. In *Il Family Business – Famiglia, azienda di famiglia e patrimonio dell'imprenditore*, Il Sole 24 Ore, Milano 2004, p. 51.

⁵³ La comunicazione tra i soggetti che operano in azienda è un fattore fondamentale per il funzionamento di quest'ultima: nella realtà specifica della family firm particolare rilievo hanno le informazioni scambiate tra i familiari attivi e il management e quelle trasmesse tra le due categorie di discendenti qui individuate, cioè tra i familiari attivi e passivi. In quest'ultimo caso la comunicazione è spesso definita “cattiva” a causa degli interessi discordanti imputabili alle due classi: da una parte i “passivi” richiedono la massima trasparenza mentre dall'altra, i familiari attivi tendono a celare alcuni dati, soprattutto quelli relativi a errori strategici. – ZOCCHI W., *Il Family Business, Famiglia, azienda di famiglia e patrimonio dell'imprenditore*, Il Sole 24 Ore, Milano 2004.

indiretti perché, anche attraverso semplici pareri, riescono ad influenzare le scelte del familiare⁵⁴.

1.5 Dalle domestiche alle allargate: le classi di family business

La letteratura in tema di family business, come già affermato all'inizio di questo capitolo, nel corso degli anni ha subito una profonda evoluzione che ha portato l'arricchimento delle risorse disponibili su tale argomento. Una volta inquadrato l'oggetto di studio⁵⁵ che ancora oggi è privo di confini unanimemente accettati⁵⁶, è possibile presentare l'elaborazione dei sistemi di classificazione tipologica delle aziende familiari, necessari per scopi empirici e per una sistematizzazione della fattispecie che comprende unità dalle svariate caratteristiche.

Data la complessità del fenomeno, la definizione delle classi di family businesses accomunate da problematiche simili, non può basarsi su un'unica variabile ma deve avvenire considerando più aspetti.

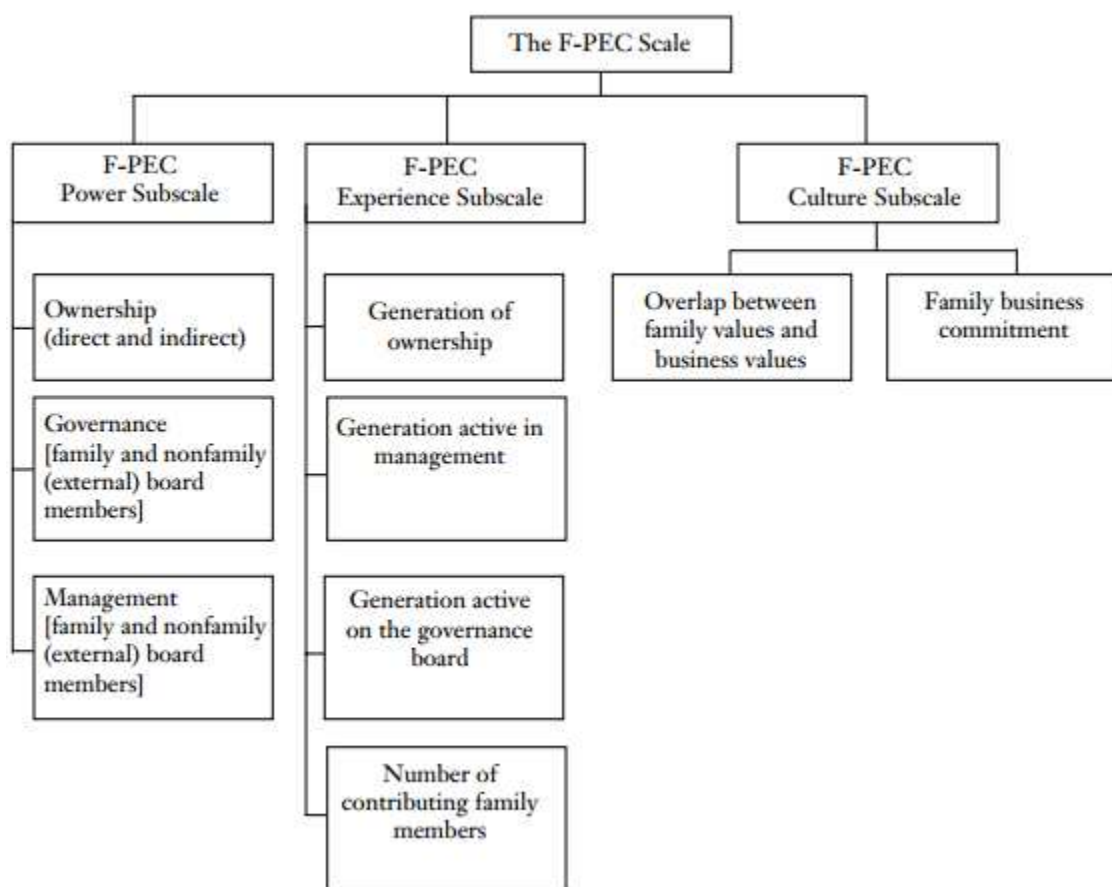
Le variabili più comunemente utilizzate dalla dottrina fanno riferimento alla proprietà e al controllo e quindi al grado di coinvolgimento della famiglia all'interno del sistema impresa.

⁵⁴ W. ZOCCHI, *Il Family Business – Famiglia, azienda di famiglia e patrimonio dell'imprenditore*, Il Sole 24 Ore, Milano 2004, p. 41-43.

⁵⁵ Cfr. par. 1.1.

⁵⁶ Dall'analisi empirica compiuta da Astrachan e Shanker è stato dimostrato che, secondo la definizione adottata, l'incidenza macroeconomica delle aziende familiari negli Stati Uniti subisce delle forti oscillazioni: si passa da 4,1 a 20,3 milioni d'impresе familiari, con un'incidenza sul PIL che varia dal 12% al 49%. M.C.SHANKER-J.H. ASTRACHAN, *Myths and realities: family businesses contribution to the US economy. A framework for assessing family business statics*, in *Family Business Review* 9(2), 1996, p.4.

Figura 3 *The F-PEC Scale*



Fonte: J.H. Astrachan, S.B. Klein, K.X. Smyrniotis 2002

In riferimento a quest’ultimo aspetto è stato elaborato da Astrachan e Shanker (1996) un indice denominato F-PEC (*Family-Power, Experience, Culture*), strumento di soluzione per la distinzione in classi delle aziende familiari: tale indice si basa su tre sotto-dimensioni quali il potere (*power*), l’esperienza (*experience*) e la cultura (*culture*) (Vedi Figura 3).

Il “potere” è inteso come proprietà, governo e gestione a capo della famiglia, cioè il livello di comando e di coinvolgimento economico di quest’ultima in azienda⁵⁷. L’“esperienza” si riferisce invece alle successioni, cioè alle generazioni coinvolte e al numero di familiari impegnati nel business aziendale. La storia evidenzia

⁵⁷ J.H. ASTRACHAN, S.B. KLEIN, K.X. SMYRNIOS, “The Power Dimension of Family Influence: Ownership, Governance, and Management Participation” in *The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem*, FAMILY BUSINESS REVIEW, vol. XV, no. 1, March 2002 © Family Firm Institute, Inc.

che, con il susseguirsi delle generazioni, l'impresa acquisisce un consistente valore aggiunto in termini di consapevolezza e saggezza dei soggetti coinvolti e quindi una maggiore determinatezza da parte dei membri nel garantire la continuità aziendale⁵⁸.

Infine la "cultura" deriva dall'unione tra i valori aziendali e quelli della famiglia ed è influenzata da numerose variabili tra le quali la cultura del Paese d'origine e le condizioni di mercato sul quale l'azienda stessa si trova⁵⁹.

La maggior parte della dottrina italiana, per arrivare alla definizione delle classi di azienda familiare, concentra la sua attenzione sul primo elemento dell'indice F-PEC, il "power" e, in particolare, sulla combinazione esistente tra proprietà e controllo, dalla quale nascono le classi di azienda familiare "in senso stretto" e azienda familiare "allargata"⁶⁰.

Corbetta⁶¹ sviluppa un'evoluzione della suddivisione qui sopra esposta e lo fa considerando le seguenti variabili: (1) il modello di proprietà del capitale d'impresa; (2) la presenza di familiari negli organi di governo e di direzione; infine (3) la dimensione dell'organismo personale dell'impresa (Vedi *Figura 4*).

⁵⁸ J.H. ASTRACHAN, S.B. KLEIN, K.X. SMYRNIOS, "The Experience Dimension of Family Influence: Generation in Charge" in *The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem*, FAMILY BUSINESS REVIEW, vol. XV, no. 1, March 2002 © Family Firm Institute, Inc.

⁵⁹ J.H. ASTRACHAN, S.B. KLEIN, K.X. SMYRNIOS, "The Culture Dimension of Family Business: Family and Business Values" in *The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem*, FAMILY BUSINESS REVIEW, vol. XV, no. 1, March 2002 © Family Firm Institute, Inc.

⁶⁰ Le imprese familiari in senso stretto sono imprese la cui proprietà è spesso concentrata nelle mani di pochi soggetti, appartenenti alla famiglia e che, spesso, rivestono anche un ruolo strategico. Si parla invece di family business allargata quando i vincoli di parentela sono meno forti e i familiari presenti rivestono soprattutto la figura di azionista, mentre il potere manageriale è affidato a membri esterni al nucleo familiare. Vedi C.DEMATTE'-G.CORBETTA, *I processi di transizione delle imprese familiari*, p.109-110.

⁶¹ G.CORBETTA, *Le imprese familiari*, EGEA 1995 op. cit. 81-89.

Figura 4 Le variabili utilizzate per classificare le imprese familiari



Fonte: G. Corbetta, 1995.

In relazione al numero di soggetti proprietari di quote di capitale di rischio e alla loro appartenenza alla famiglia, si possono determinare modelli di family business più o meno aperti: si parla di *proprietà assoluta* quando tutto il capitale è posseduto da un solo soggetto; di *proprietà chiusa stretta* quando questo è in mano a un numero limitato di persone, membri della famiglia; di *proprietà chiusa allargata* qualora il numero di partecipanti al capitale sia consistente, rimanendo comunque circoscritto alla famiglia; infine la *proprietà* è *aperta* quando anche membri esterni alla famiglia possiedono quote di capitale.

Con il criterio relativo ai componenti degli organi di governo (in particolare del Cda) e di direzione, è possibile trovare esempi di aziende familiari in cui tali ruoli sono rivestiti da soli componenti della famiglia e altri invece dove ad essi si affiancano soggetti esterni.

Infine si ha la classificazione compiuta in relazione al numero dei membri dell'organismo personale, che permette di definire un'azienda come piccola, media o grande ma, tale criterio di ripartizione è stato spesso oggetto di critiche⁶².

⁶² G.ZAPPA, Tomo I, 1956 op.cit. p.327: “[...] la nozione di dimensione d’impresa è nel fatto indeterminata, lo stesso criterio nel quale la nozione avrebbe fondamento non è costante [...] I

Dall'intreccio di queste variabili nascono varie tipologie di aziende familiari, tra le quali si individuano:

- Imprese familiari *domestiche*, caratterizzate da piccole dimensioni e dalla totale concentrazione del capitale di rischio in mano a membri della famiglia, detentori dei poteri di governo e di direzione. Sono aziende condotte con spirito “paternalistico”, che presentano una sovrapposizione quasi totale tra famiglia e impresa, quindi la mancata trasparenza dei rapporti tra i due istituti.
- Imprese familiari *tradizionali*, che si differenziano da quelle sopra per le maggiori dimensioni e per la presenza di soggetti estranei alla famiglia all'interno degli organi di direzione. La maggior parte sono imprese poco diversificate, concentrate in un solo settore produttivo e nate dall'evoluzione di imprese domestiche. L'azienda di consumo fornisce contributi essenziali a quella di produzione ma il rapporto tra i due istituti si presenta meno intenso; ciò nonostante, è solita la confusione tra le responsabilità proprietarie, di governo e tradizionali, tra la remunerazione del capitale e del lavoro prestato dai familiari, tra i criteri di convivenza delle aziende di consumo e quelli delle aziende di produzione.
- Imprese familiari *allargate*, sono imprese caratterizzate dalla presenza di un numero consistente di familiari, che assumono ruoli tra loro diversi: alcuni di loro sono infatti semplici soci, e non fanno parte degli organi di governo o di direzione, all'interno dei quali si trovano anche soggetti non familiari.
- Imprese familiari *aperte* nelle quali la compagine societaria è aperta anche a soggetti esterni, ma il controllo è mantenuto da membri delle famiglie di origine. Queste realtà presentano di solito dimensioni medio-grandi e un'autonomia di “volere”, oltre che patrimoniale, maggiore rispetto a quella delle altre aziende familiari⁶³.

criteri base [...] sono di solito diversi secondo i settori produttivi cui le imprese appartengono e secondo lo stadio iniziale o successivo nel quale le aziende vivono”.

⁶³ G.CORBETTA, Le imprese familiari, EGEA 1995 op.cit. p.91-123.

Questa, oltre a rappresentare una possibile configurazione di categorie di family businesses esistenti, può essere vista come ciclo di vita dell'impresa stessa⁶⁴, dove ogni classe rappresenta l'evoluzione dello stadio precedente: l'impresa domestica si trasforma in molti casi in impresa tradizionale e quest'ultima, a sua volta, in impresa allargata o aperta. Tali cambiamenti si ricollegano normalmente a fenomeni naturali dell'evoluzione aziendale, quali la deriva generazionale⁶⁵ e il raffreddamento dei soci familiari⁶⁶.

Grazie al contributo di Corbetta e di altri importanti esponenti⁶⁷, si può oggi individuare un panorama molto esteso delle aziende familiari.

1.6 Dalla singola azienda al gruppo familiare

Numerosi studi svolti negli ultimi anni, tra cui quello condotto dagli economisti Corbetta, Zattoni e Quarato dell'Università Bocconi in collaborazione con Ernst & Young, "*Le holding dei gruppi italiani a controllo familiare*", dimostrano come una holding a capo di un'azienda familiare rappresenti una fonte di vantaggi in termini di redditività e gestione finanziaria⁶⁸.

⁶⁴ Il passaggio da uno stadio dimensionale all'altro ricorda l'evoluzione trattata nel paragrafo 1.4 "Dal Business in the family al Family in the business".

⁶⁵ Per la definizione di "deriva generazionale" vedi nota 47.

⁶⁶ Con il termine "raffreddamento dei soci familiari" si vuole indicare il fenomeno d'indebolimento dei legami affettivi o di affinità tra i successori che si presenta con il passare delle generazioni. G.CORBETTA, *Le imprese familiari*, p. 107.

⁶⁷ Un'altra classificazione è stata proposta da Gallo che, in base al grado di coinvolgimento della famiglia nell'impresa, distingue le imprese familiari di lavoro, di direzione, di investimento e congiunturali. Per una più approfondita analisi si rimanda all'opera di M.A.GALLO, *Cultura en Empresa Familiar*, Nota Tecnica de la Divisione de Investigation del IESE N. DGN-457, Barcellona, in Tomaselli S., *Longevità e sviluppo delle imprese familiari*, Giuffrè, 1996, p.13 e seguenti.

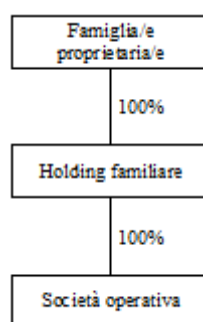
⁶⁸ La ricerca è stata compiuta su un campione di 2423 società familiari italiane con patrimonio superiore ai 50 milioni di euro, ed evidenzia che il 38% di queste ha a capo una holding finanziaria o di natura patrimoniale: il numero è inoltre cresciuto di circa sei volte negli ultimi 10 anni. Queste imprese hanno dimostrato un andamento migliore in termini di redditività e tale

Dalla realtà si riscontra che le aziende familiari italiane sono spesso parte di un gruppo, un'aggregazione di imprese, formalmente autonome e reciprocamente indipendenti, ma assoggettate in modo diretto o indiretto, al controllo di un'unica società, la capogruppo-holding, che li dirige secondo un disegno unitario, allo scopo di raggiungere finalità comuni a tutte le componenti controllate.⁶⁹

In base alla disposizione della catena di controllo che unisce i componenti, si osservano tre tipologie di gruppi:

- a) *Quasi-gruppi familiari*, dove il numero di imprese presenti è molto limitato e la holding capogruppo non svolge ruoli operativi ma, bensì, solo di controllo. Il suo capitale è interamente posseduto da una famiglia che detiene anche quello delle società operative appartenenti al gruppo (Vedi *Figura 5*).

Figura 5 I “quasi-gruppi” di imprese familiari



Fonte: CORBETTA, *Le imprese familiari*, pag.138

La holding, in queste realtà, non compie funzioni di governo e direzione: la sua esistenza è infatti legata alla sola possibilità di avere vantaggi in termini di risparmio fiscale, di accessibilità al credito bancario, di

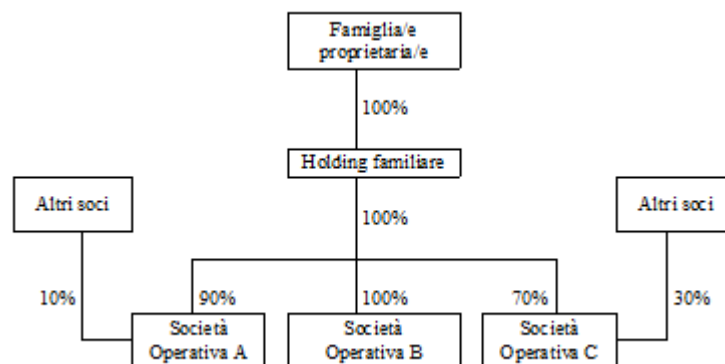
dato è ancor più positivo se la catena strutturale della holding è semplice. – IL SOLE 24 ORE, 4 Maggio 2012.

⁶⁹ Sotto il profilo economico si avrà una sola impresa alla quale, giuridicamente, corrispondono più società; si mantiene così la flessibilità strutturale del gruppo che, non ha personalità giuridica e non rappresenta un centro autonomo di imputazione di diritti e doveri. REGISTRO IMPRESE, CAMERA DI COMMERCIO DI TORINO, 27 Novembre 2009 (www.to.camcom.it)

trasparenza informativa su contenuti relativi al rapporto tra impresa e famiglia, di problematiche di successione. Tale entità rappresenta spesso un mezzo per inserire all'interno della struttura i giovani familiari, salvaguardando allo stesso tempo l'operatività aziendale da errori legati alla loro inesperienza.

- b) *Gruppi familiari chiusi*, sono gruppi dalle caratteristiche simili a quelli appena descritti ma con una peculiarità: la presenza di una società operativa capogruppo, il cui capitale è interamente posseduto dalla famiglia come holding o, semplicemente, come insieme di persone fisiche. In queste strutture inoltre, è possibile ritrovare società operative con partecipazioni possedute da soggetti esterni. È comunque la famiglia a mantenere il potere, dato il totale possesso della società operativa capogruppo ma, la presenza di altri soci è sicuramente fonte di risorse finanziarie e di regole per la convivenza tra le diverse categorie di soggetti coinvolti (Vedi **Figura 6**).

Figura 6 I “gruppi chiusi” di imprese familiari



Fonte: CORBETTA, *Le imprese familiari*, p. 140

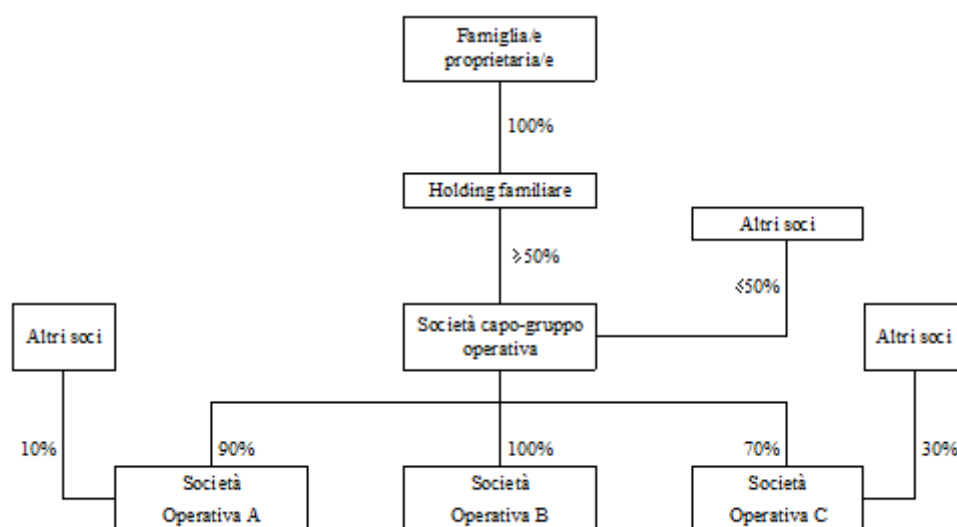
- c) *Gruppi familiari aperti*, in cui si ha la presenza di una società operativa capogruppo, con capitale non interamente detenuto dalla famiglia che, però, ne possiede una percentuale tale da assicurarne il controllo. Così facendo la crescita economica del gruppo rimane poco condizionata dall'andamento dell'azienda di consumo “famiglia”, la cui storia e il

prestigio acquisito negli anni, rende sicuramente più intensa la sua l'influenza sul soggetto economico.

La struttura istituzionale, in tali casi, è spesso complessa e caratterizzata da un numero consistente di società operative e di soggetti non familiari, quest'ultimi presenti anche all'interno dell'organo di governo. Se l'aumento della complessità organizzativa lo richiede, è possibile assistere nel corso degli anni, alla duplicazione delle holding del gruppo, in modo da agevolare la gestione.

I gruppi familiari aperti sono presenti nel territorio internazionale anche in dimensioni molto allargate, pian piano raggiunte attraverso una diversificazione orizzontale ma, mantenendo l'attività di business originaria. Questi gruppi presentano al loro interno più generazioni della stessa famiglia e ciò vuol dire che hanno superato con successo la fase più critica del loro percorso, cioè il ricambio generazionale (Vedi **Figura 7**).

Figura 7 I “gruppi aperti” di imprese familiari



Fonte: CORBETTA, *Le imprese familiari*, pag.142

In questi casi così complessi la famiglia ha spesso molti ostacoli da superare: il più comune è quello relativo al mantenimento del controllo che, con il subentrare dei soggetti esterni, portatori di risorse finanziarie, può spesso venire a mancare; qualora non fosse possibile intervenire

attraverso l'immissione di capitale proprio, la famiglia potrà ricorrere a particolari strumenti come (1) i titoli senza diritto di voto, quali sono, ad esempio, le azioni di risparmio⁷⁰, (2) la crescita verticale⁷¹ del gruppo e, infine, (3) i patti di sindacato⁷².

È importante dunque saper gestire tali problemi, tra cui anche la frammentazione e la possibile deriva generazionale⁷³ che, spesso si presentano con il trascorrere del tempo e il susseguirsi delle generazioni: tale gestione sarà possibile solo se, chi è a capo del gruppo, affianca agli obiettivi economici i valori familiari e la

⁷⁰ Disciplinate dagli artt. 145-147 del TUF (d.lsg 58/1998), le azioni di risparmio hanno lo scopo di incentivare gli investimenti: esse, infatti, sono rivolte ai risparmiatori non interessati all'aspetto amministrativo della società ma, bensì, solo a quello economico-patrimoniale. Il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il loro esercizio sono definiti, secondo l'art. 145 del TUF, dall'atto costitutivo. Tali titoli possono inoltre essere emesse solo da società quotate in mercati regolamentati italiani ed europei e, a differenza di quelle ordinarie, possono essere "al portatore".

Il vantaggio patrimoniale (come il dividendo minimo garantito) che da queste deriva, è compensato dalla mancanza di diritto di voto e di partecipazione alle assemblee ordinarie e straordinarie. Il socio possessore di azioni di risparmio potrà infatti prendere parte solo alle assemblee speciali.

⁷¹ La crescita verticale permette alla holding di mantenere il controllo della società operativa capogruppo in modo diverso dal possesso diretto della maggioranza assoluta: ciò può avvenire, ad esempio, con la presenza di una seconda società operativa, di proprietà, per il 51%, della famiglia detentrica del pacchetto di maggioranza della capogruppo operativa; in questo modo, pur variando il contributo economico apportato nella capogruppo operativa, la famiglia rimane con lo stesso livello di controllo. (CORBETTA, *Le imprese familiari*, pag. 147)

⁷² Attraverso i patti di sindacato sarà possibile per la famiglia accettare l'entrata di nuovi soci all'interno della capogruppo operativa e, con la stipula di questi accordi, si avrà la condivisione del controllo, del 51%. La holding familiare avrà quindi il controllo sulla società operativa capogruppo con una percentuale di almeno il 26% ma, per una maggiore sicurezza, essa spesso trattiene il 33% circa, lasciandosi la possibilità di contrarre ulteriori patti con altri soggetti. (CORBETTA, *Le imprese familiari*, pag. 147).

⁷³ Vedi nota 47 per il concetto di deriva generazionale.

volontà di mantenere un indirizzo di governo unico, tale da garantire la continuità del rapporto impresa-famiglia.

1.7 Donne, single e omosessuali: la famiglia in una prospettiva moderna

La famiglia è la forma primaria di convivenza umana basata su principi naturali ancor prima che giuridici: si parla di assistenza, protezione e cura dei figli, cioè di sentimenti spontanei prima ancora che obblighi imposti dalla legge.

La legislazione italiana non definisce in modo preciso il concetto di famiglia ma, tramite la Costituzione⁷⁴, ne riconosce i diritti come società naturale poichè nasce spontaneamente dal bisogno della donna e dell'uomo di superare la dimensione individuale; il riconoscimento giuridico avviene, però, solo tramite il matrimonio.

Nel corso degli anni tale realtà ha subito un profondo mutamento (Vedi *Tabella 1*) causato da fattori quali la globalizzazione, con la quale si è instaurata una convivenza tra una pluralità di culture, il cambiamento dei valori in cui ogni soggetto crede, l'etica e il costume delle generazioni odierne.

Con l'avvio del nuovo millennio il concetto primordiale di famiglia entra dunque in "crisi" e viene sostituito da nuove forme di società naturali non più legate all'atto matrimoniale: alcuni esempi vengono qui di seguito riportati.

Nella quotidianità odierna si rileva la consistente presenza⁷⁵ delle cosiddette "famiglie di fatto", intese come unione tra due persone che, pur non avendo

⁷⁴ "La Repubblica riconosce i diritti della famiglia come società naturale fondata sul matrimonio" - art. 29, COSTITUZIONE ITALIANA.

⁷⁵ Quasi 6 milioni di persone hanno sperimentato nel corso della loro vita la convivenza, considerando sia quelle che continuano a convivere, sia quelle che si sono sposate con il partner con cui convivevano, che quelle che hanno concluso definitivamente l'unione. Le libere unioni nel 2009 sono 897 mila e rappresentano il 5,9% delle coppie. Sono più diffuse nel Nord-est, presentano un titolo di studio più elevato e una quota di coppie in cui ambedue lavorano più alta di quelle coniugate. Diminuisce la quota di chi era deciso a sposarsi fin dall'inizio dell'unione e cresce la percentuale di "possibilisti" (34%). ISTAT, Come cambiano le forme familiari, 15 settembre 2011, <http://www.istat.it>.

contratto matrimonio, convivono more uxorio⁷⁶, cioè come in matrimonio, ripetendo lo stile di vita proprio delle coppie sposate⁷⁷. La disciplina giuridica però, pur essendosi evoluta in materia di figli nati fuori dal legame matrimoniale, non ha subito nessun cambiamento per ciò che riguarda la tutela del convivente in tema di successione, in caso quindi di morte della persona alla quale egli è legato. In ambito societario tale lacuna giuridica può essere riparata tramite la definizione di precisi sistemi di governance con i quali esporre, in modo specifico, ruoli e poteri all'interno dell'impresa⁷⁸.

Un'altra realtà oggi esistente è quella della famiglia ricostituita, nata dall'unione tra soggetti, di cui almeno uno ha alle spalle un divorzio o una vedovanza. La caratteristica di questa nuova forma di società naturale è rappresentata dalla presenza di confini giuridici e biologici incerti: si formano infatti famiglie allargate in cui subentrano anche i figli avuti da precedenti legami affettivi e nasce la figura del genitore "sociale"⁷⁹, in aggiunta a quello biologico. In tema si sono delineate nel corso degli anni due correnti di pensiero: quella francese, elaborata dalla sociologa Théry, si ricollega al concetto di "Costellazione Familiare Ricomposta"⁸⁰, struttura formata sia dalla vecchia, sia dalla nuova famiglia, e all'interno della quale i figli vengono spesso fatti circolare; a questa dottrina si contrappone quella anglosassone che concentra invece l'attenzione sulle relazioni create all'interno della nuova famiglia nata tra soggetti con esperienza matrimoniale alle spalle. Si parla, infatti, di "Step Family" per identificare la famiglia ricostituita mentre di "Blended Family" per indicare la

⁷⁶ Dal latino mos (usanza, costume) e uxor (moglie).

⁷⁷ cit. La famiglia di fatto, V. DI MICHELE, Ed. L'Atheneum Firenze, 2006.

⁷⁸ W.ZOCCHI, Quando la famiglia è azienda, G.Giappichelli Editore – Torino, 2008 p. 94-95.

⁷⁹ Con il termine di genitore "sociale" si indica il partner del genitore naturale, con il quale il figlio instaura rapporti affettivi stretti.

⁸⁰ MEULDERS-KLEIN M. T. E THÉRY I, Quels repères pour les familles recomposées?, (1995).

costellazione familiare⁸¹. Nel 2011 l'ISTAT rilevò che su 100 famiglie osservate, il 5.9 era costituito da coppie di fatto⁸².

Accanto alle famiglie di fatto e a quelle ricostituite troviamo, nel contesto italiano e internazionale, la famiglia unipersonale. Come presumibile dalla denominazione stessa, essa si compone di un solo soggetto che, o per scelta o per necessità, vive da solo, formando un nucleo a se stante⁸³.

Le famiglie unipersonali in Italia sono quasi una su tre; rispetto al censimento del 2001 risultano in notevole aumento a causa del progressivo invecchiamento della popolazione e dei mutamenti demografici e sociali. Dal 2001 al 2011 sono passate da 5.427.621 (24,9% delle famiglie) a 7.667.305 (31,2% del totale). L'incremento si osserva su tutto il territorio italiano; nondimeno percentuali più basse del valore nazionale si hanno per quasi tutte le regioni del Meridione e delle Isole, mentre spiccano quote elevate per la Liguria (40,9%), la Valle d'Aosta (39,6%) ed il Friuli-Venezia Giulia (35,6%)⁸⁴.

Le imprese guidate da un nucleo unipersonale dimostrano una capacità di generare valore migliore rispetto a quella di una family firm tradizionale: questo vantaggio può essere associato alla mancanza di problemi legati alla convivenza di più familiari all'interno dell'unità produttiva, ovvero all'assenza di difficoltà relative a conflitti, a successioni, quindi a distrazioni da quello che è l'obiettivo principale dell'imprenditore, cioè realizzare valore e portare avanti la propria attività produttiva. Egli infatti, non riscontrando tali problematiche che richiedono tempo per essere risolte, può dedicarsi in tutto e per tutto alla propria azienda. L'impresa familiare unipersonale ha, in genere, prospettive di vita non proiettate nel lungo periodo e ciò per l'assenza di eredi cui affidarla dopo la morte del fondatore. Vi sono però delle eccezioni: qualora il socio unico sia interessato alla continuità dell'attività anche dopo la sua scomparsa, egli potrà

⁸¹ Per maggiori approfondimenti in tema si rimanda al sito <http://www.stepfamily.org>.

⁸² Dati rilevati dalle indagini ISTAT, 2008, <http://www.istat.it>.

⁸³ W.ZOCCHI, Quando la Famiglia è Azienda, G. Giappichelli Editore – Torino, p. 99.

⁸⁴ Dati ISTAT, relativi all'ultimo censimento, effettuato nel 2011. Per ulteriori informazioni si rimanda al sito <http://www.istat.it>.

agire espandendo la compagine sociale verso l'esterno. Il suo scopo sarà dunque quello di rendere appetibile a terzi la sua impresa e, per farlo, dovrà sviluppare una governance chiara e ben dettagliata così da far diventare l'impresa comprensibile anche agli occhi di terzi.

L'ultima formazione sociale innovativa, esempio più lampante del mutamento dei valori della società attuale, è quella della convivenza omosessuale, sulla quale, in questi anni, si sono pronunciati più organi istituzionali, sia a livello nazionale sia a livello europeo⁸⁵.

⁸⁵ La Corte europea dei diritti dell'uomo fu chiamata a esprimersi su un caso di unione omosessuale il 24 giugno 2010: allora, pur riconoscendo tra la nozione di "vita familiare" la convivenza instaurata tra due soggetti dello stesso sesso, la Corte preferì lasciare a discrezione degli stati la definizione dei tempi e dei modi d'intervento normativo da attuare su tale argomento. - Corte europea dei diritti dell'uomo, I sez., 24 giugno 2010, ric. n. 30141/04, Schalk e Kopf c. Italia, in in Dir. pubbl. comparato ed europeo, 2011, 137.

La Corte Costituzionale invece, con la sentenza 14 aprile 2010, n. 138 si pronunciò sulla questione concernente l'ammissibilità del matrimonio tra persone dello stesso sesso nel nostro ordinamento, affermando che l'unione omosessuale, pur se riconducibile all'art. 2 Cost., rappresenta tuttavia una formazione sociale non idonea a costituire una famiglia fondata sul matrimonio stante l'imprescindibile (potenziale) "finalità procreativa del matrimonio che vale a differenziarlo dall'unione omosessuale" -Altalex, 19 aprile 2010. Nota di Luigi D'Angelo.

Ultimo esempio è quello della Corte di Cassazione che, riproponendo quanto già affermato dalla Corte Costituzionale nella sentenza 138, ha spiegato come " [...] *i componenti della coppia omosessuale, conviventi in stabile relazione di fatto, se secondo la legislazione italiana non possono far valere né il diritto a contrarre matrimonio né il diritto alla trascrizione del matrimonio contratto all'estero, tuttavia - a prescindere dall'intervento del legislatore in materia - quali titolari del diritto alla vita familiare e nell'esercizio del diritto inviolabile di vivere liberamente una condizione di coppia e del diritto alla tutela giurisdizionale di specifiche situazioni, segnatamente alla tutela di altri diritti fondamentali, possono adire i giudici comuni per far valere, in presenza di specifiche situazioni, il diritto ad un trattamento omogeneo a quello assicurato dalla legge alla coppia coniugata*" - Cassazione, Sez. I, n.4184, 'motivi della decisione', punto 4.2.

Secondo i dati Istat il 2,4% della popolazione italiana si è dichiarata omosessuale o bisessuale ma, aggiungendo ad essa coloro che hanno preferito non esprimersi su tale orientamento, data la scarsa accettazione del fenomeno, le stime salgono e raggiungono il 6,7%⁸⁶.

Vista la sua diffusione, è necessario considerare l'unione omosessuale come una nuova e possibile forma di family business associabile, per ciò che riguarda la continuità aziendale, all'impresa unipersonale vista in precedenza. A parte le eccezioni di coppie gay o lesbiche in cui sono presenti figli avuti da precedenti legami eterosessuali, in via generale queste unioni non presentano eredi, quindi la vita di un'azienda costituita in questo contesto, non presenterà proiezioni di lungo periodo salvo che codeste non siano affidate ad un erede "morale", scelto tra i collaboratori, ovvero indirizzate al mondo esterno, dunque all'abbandono della forma familiare tramite l'assunzione di profili quali la public company oppure attraverso l'acquisizione da parte di altre aziende o di fondi di private equity⁸⁷.

Tra i cambiamenti apportati dal trascorrere degli anni all'impresa familiare, uno dei più importanti è sicuramente rappresentato dal ruolo della donna al suo interno. Dai dati elaborati da Aidaf-Bocconi⁸⁸, relativi all'anno 2008, emerge che la presenza del sesso femminile in azienda rappresenta circa il 41,2% dei soci: le statistiche registrano un costante aumento di questo valore; sempre di più sono inoltre coloro che rivestono una posizione elevata, di gestione dell'impresa familiare stessa.

In passato la donna è sempre stata una figura "invisibile"⁸⁹ in azienda, incaricata a ruoli di assistenza e gestione di relativa importanza e, spesso, vittima di

⁸⁶ Fonte: "La popolazione omosessuale nella società italiana", <http://www.istat.it>.

⁸⁷ W.ZOCCHI, Quando la famiglia è azienda, G.Giappichelli Editore – Torino, p. 99.

⁸⁸ GIOVANI E DONNE NELLE AZIENDE FAMILIARI: UNA RICERCA ESPLORATIVA. Aidaf – Bocconi, 13 settembre 2008, <http://www.aidaf.it>.

⁸⁹ E.HAMILTON, "Whose Story is it Anyway? Narrative Accounts of the Role of Women in Founding and Establishing Family Business", International Small Business Journal, 24(3), p. 253, 2006.

fenomeni come il glass ceiling⁹⁰. Il ritardo del suo sviluppo viene ricollegato alle difficoltà relative alla duplicità dei ruoli, al livello educativo, in passato più basso rispetto a quello maschile, ma soprattutto alla deformazione in cui spesso cadono i founder, responsabili del passaggio generazionale, che in molti casi si rifiutano di considerare come candidati alla successione soggetti di genere femminile⁹¹. Se si focalizza l'attenzione sulle family businesses si nota inoltre che qui, il ruolo femminile è triplice dato che, oltre ad essere una lavoratrice, la donna è anche proprietaria e membro della famiglia.

Grazie alle maggiori risorse apportate in azienda, come ad esempio la flessibilità, la creatività, la capacità di lavorare in gruppo e di prendere decisioni in modo rapido⁹², il ruolo femminile ha preso sempre più spazio nel mondo del lavoro, e nell'ambito delle imprese familiari in particolare, data la capacità di armonizzare la vita professionale con quella domestica⁹³, generando benessere all'interno dell'unità operativa.

Se in passato infatti, con il passaggio generazionale, l'impresa veniva solitamente affidata al primogenito⁹⁴, oggi sono numerosi i casi in cui la successione avviene a favore della moglie o di altri membri femminili della famiglia, dotate di ruoli

⁹⁰ Per “class ceiling” si intende la barriera invisibile, derivante da una complessa interazione di strutture nell'ambito di organizzazioni a dominanza maschile, che impedisce alle donne di accedere a posizioni di responsabilità. –“European Commission weighs options to break the ‘glass ceiling’ for women on company boards”, Commissione Europea, 5 Marzo 2012, <http://www.europa.eu>.

⁹¹ CADIEUX L., LORRAIN J., HUGRON P., “Succession in women-owned family businesses: A case study”, Family Business Review n.15, 2002.

⁹² Queste competenze rientrano, secondo le ultime teorie, tra quelle relative alla leadership emotiva. Per maggiori dettagli si veda “Putting the family into family business research” di DYER W.G e DYER W.J., in Family Business Review, n. 22, 2009.

⁹³ FRANZISKA MÜLLER TIBERINI, Women in family business, Families in Business No10 003, 1 settembre 2003.

⁹⁴ ROYER S., SIMONS R., BOYD B., RAFFERTY A., “Promoting family: a contingency model of Family Business Succession”, Family Business Review, 21(1), 2008.

manageriali, che percorrono vere carriere professionali e raggiungono molte volte ruoli di leadership⁹⁵.

Dalla quotidianità si riscontra quindi che il nuovo millennio è scenario di cambiamenti continui che, dall'ambito personale si riversano nel mondo economico-aziendale causando l'obsolescenza delle teorie passate e dei modelli organizzativi tradizionali.

Tabella 1 Coppie per tipologia

Anno 2009, per 100 coppie della stessa tipologia

	Coppie					
	Unioni libere				Coniugate	Totale
	Celibi e nubili	Almeno un separato/a o divorziato/a	Altro	Totale		
<u>CLASSE DI ETÀ'</u>						
Fino a 34	61,4	15,7	3,5	39,8	12,8	14,4
35-54	37,3	66,5	46,9	49,9	46,4	46,6
55 e più'	1,2	17,8	49,6	10,2	40,8	39,0
<u>RIPARTIZIONE GEOGRAFICA</u>						
Nord-ovest	35,2	32,3	19,1	33,3	27,1	27,4
Nord-est	29,6	27,0	41,8	29,0	19,1	19,7
Centro	21,9	21,6	10,3	21,3	19,3	19,4
Sud e Isole	13,4	19,2	28,8	16,5	34,5	33,5
Totale	100	100	100	100	100	100

⁹⁵ COLE P.M., "Women in family business", Family Business Review, 10(4), 1997.

CAPITOLO SECONDO

ORGANIZZAZIONE E SUCCESSIONE NELLE FAMILY BUSINESS

Sommario: 2.1 Corporate Governance: dal generale al particolare; 2.2 Corporate Governance: gli organi societari nella family firm; 2.3 Regole per una serena convivenza: il family planning e i patti di famiglia; 2.4 L'apertura del capitale: private equity e quotazione; 2.5 Finanza, banche e family business; 2.6 Successione e ricambio generazionale; 2.7 Family vs Non Family Business: vantaggi e limiti di una famiglia a capo.

2.1 Corporate Governance: dal generale al particolare

Le ricerche condotte negli anni hanno mostrato l'esistenza di un legame tra la struttura della società e il suo sviluppo economico, nonché quindi, un rapporto di causa-effetto tra le regole di governo e la performance aziendale.

Da ciò è possibile comprendere quanto sia importante il corporate governance societario che, vista la complessità dell'ambiente circostante, deve essere ben definito per condurre la società al successo, e disegnato tenendo conto degli obiettivi prefissati dalla dirigenza, vale a dire della strategia aziendale. Quest'ultima si ricollega a fattori quali la mission, la filosofia e i principi che guidano l'azienda e determinano il suo vantaggio competitivo, perciò è importante che siano chiari e comuni a tutti i familiari⁹⁶.

Vivendo in un mercato in cui l'offerta è maggiore della domanda e la competitività molto intensa⁹⁷, sia nei settori labour intensive sia in quelli capital

⁹⁶ DEL GIUDICE M., Il modello imprenditoriale e gestionale, AFFARI DI FAMIGLIA – Egea 2011.

⁹⁷ La competizione qui richiamata è intesa come concorrenza interna al settore, formata dalle imprese in esso inserite, ma anche concorrenza esterna, alla quale appartengono le unità aziendali di un altro settore ma produttori di beni sostituibili.

intensive⁹⁸, è opportuno per la sopravvivenza della società⁹⁹, osservare l'ambiente circostante, quindi definire le necessità prima di tutto dell'azienda¹⁰⁰ e poi dei consumatori, così da elaborare la giusta strategia che aiuti ad essere sempre innovativi e a riuscire ad anticipare i concorrenti: perciò spesso si ricorre a collaborazioni con altre unità operanti nello stesso settore o in altri ad esso collegati, creando un'organizzazione più complessa in grado di abbattere i confini dell'impresa familiare, dotandola di maggiore flessibilità, maggior know-how, quindi di maggior valore; tale espansione può avvenire lungo la catena del valore, quindi verticalmente ovvero attraverso la collaborazioni con concorrenti dalla quale far scaturire sinergie per la creazione di nuovi prodotti (crescita orizzontale).

Un esempio di successo derivante dalla creazione di un network è quello della Bosch, società tedesca nata dall'officina di famiglia, competente nel settore della meccanica di precisione e dell'ingegneria elettrica che, grazie ai rapporti di collaborazione instaurati con altre realtà quali fornitori, concorrenti e distributori e all'armonia tra i familiari, oggi è leader mondiale della fornitura di tecnologie e servizi¹⁰¹.

Come già detto nelle precedenti pagine, la struttura organizzativa di governo dell'impresa ha una forte influenza sull'operatività e sulla capacità di ottenere buoni risultati in termini di obiettivi economici prefissati: è necessario un equilibrio in ambito di proprietà, direzione e controllo. Nelle imprese familiari di piccole dimensioni, soprattutto se in uno stadio iniziale della loro attività, vi è confusione tra queste componenti quindi, una mancata distinzione di ruoli, rivestiti totalmente da discendenti della famiglia. Con lo sviluppo dimensionale però, la struttura dell'organo di governo diventerà sempre più complessa, molti

⁹⁸ DEL GIUDICE M., Il modello imprenditoriale e gestionale, AFFARI DI FAMIGLIA – Egea 2011.

⁹⁹ BUTERA F., Il castello e la rete: impresa, organizzazioni e professioni nell'Europa degli anni '90, Milano, Franco Angeli, 2003.

¹⁰⁰ CORBETTA G., Le imprese familiari. Strategie per il lungo periodo, Milano, Egea, 2010.

¹⁰¹ Informazioni tratte dal sito della società: <http://www.bosh.it>.

equilibri all'interno della famiglia verranno spezzati e la necessità di chiarezza dei ruoli sarà indispensabile per la continuità aziendale.

Il percorso di crescita porta al lento allontanamento dei tre sub-sistemi che compongono lo schema di Tangiuri e Davis¹⁰², *family*, *ownership* e *business* : per mantenere compatta la family firm sarà indispensabile un qualcosa che faccia da collante tra loro e questo “qualcosa” è il sistema di *governance*.

La *corporate governance*, secondo la dottrina corrente e, in particolare, secondo il diritto societario e i regolamenti di organi di vigilanza e controllo delle società e dei mercati, come Consob e Banca d'Italia, è definita come il *complesso di norme giuridiche volto a disciplinare la distribuzione dei poteri e delle responsabilità di governo delle società nonché i controlli sugli organi stessi*. Questo tema riveste un ruolo centrale in ambito di studi economici dato che la sua comprensione evidenzia:

- la presenza del rapporto di causa-effetto esistente tra il profilo strutturale e dinamico della corporate governance e le performance d'impresa;
- l'insieme delle competenze e delle conoscenze che devono possedere coloro che ricoprono responsabilità di governo;
- la qualità dei processi informativi necessari per consentire che i ruoli assegnati e le correlate funzioni siano adeguatamente svolte.

Essa può quindi rappresentare, se ben composta, la soluzione a molti problemi relativi ad esempio, agli assetti proprietari o di governo, alla ripartizione di poteri e delle responsabilità e alla comunicazione istituzionale o non, con i pubblici di riferimento.

A causa dei dissesti finanziari che hanno colpito in questi ultimi anni le imprese di molti Paesi e le trasformazioni politiche ed economiche della società contemporanea¹⁰³, l'attenzione per il tema in questione è cresciuta e molti sono i

¹⁰² Vedi par. 1.3, il modello a “tre cerchi” di Tangiuri e Davis.

¹⁰³ Si riportano qui degli esempi: scandali finanziari e fallimenti dalle DotCom alla Enron, da Parmalat e Cirio ai “Tango Bonds” argentini, alla privatizzazione in Russia di imprese monopolistiche ex controllate dallo Stato e poi vendute in modo sospettoso agli oligarchi.

dibattiti¹⁰⁴ nati, sia in campo filosofico-idealistico, riferite al sistema capitalistico e all'economia di mercato, sia in tema di interventi necessari per correggere le distorsioni al regolare corso della dinamica economica.

Le ricerche condotte sull'argomento possono essere suddivise in tre gruppi, ognuno con target di riferimento diverso:

- Una corrente ha compiuto le ricerche focalizzando l'attenzione sui *modelli di capitalismo* presenti nei paesi a industrializzazione *diffusa*, quali sono ad esempio l'Europa e gli Stati Uniti, *emergente*, come il BRIC e infine *transeunte*, tra cui si trovano la Scandinavia e l'Europa dell'Est.
- Una seconda classe restringe il campo di ricerca, concentrandosi sui modelli di governo aziendale, quali family business, public company e large company, con lo scopo di rilevare le peculiarità di questi sistemi, anche qualora adottassero lo stesso modello di corporate governance.
- L'ultima categoria ridimensiona ancor più l'ambito studiato. La sua analisi si concentra infatti solo sui modelli di governo aziendale e ha lo scopo di identificare gli elementi distintivi in particolare per ciò che riguarda la struttura e il funzionamento degli organi di governance, gli assetti proprietari e i meccanismi di retribuzione¹⁰⁵.

In ambito giuridico si contrappongono invece due linee di pensiero¹⁰⁶: una con prospettiva “contrattualistica” che concentra l'attenzione sugli interessi dei

¹⁰⁴ Alcuni esempi di dibattiti nati nel corso degli anni sono qui si seguito riportati: GHOSHAL S., MORAN P., “Bad for Practice: A Critique of Transaction Cost Theory”, Academy of Management Review, vol. 21, N. 1, 1996, pagg. 13-38; GHOSHAL S., “Bad Management Theories Are Destroying Good Management Practices”, Academy of Management Learning & Education, vol. 4, N. 1, 2005, pagg. 75-91. MOSS KANTER R., “What Theories Do Audiences Want? Exploring the Demand Side”, Academy of Management Learning & Education, vol. 4, N. 1, 2005, pagg. 93-95.

¹⁰⁵ MAGGIONI V., Gestione, governo e organizzazione dell'impresa familiare, in Affari di Famiglia, EGEA, 2011.

¹⁰⁶ GALGANO F., Il nuovo diritto societario, in “Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia”, vol. XXIX, Cedam, Padova, 2003, pagg. 49-62.

portatori di capitali di rischio, dunque sulla proprietà, e l'altra, detta "istituzionalistica", incentrata sugli interessi dell'impresa, come entità propria, distinta da quella dei soggetti che la compongono; la prevalenza di una visione sull'altra influenza il processo di formazione di norme e, di conseguenza, il comportamento dei soggetti economici interessati.

Oggi, data la consistente presenza della categoria dei soggetti "deboli" all'interno del sistema impresa quali, lavoratori dipendenti, creditori, risparmiatori e consumatori, la dottrina giuridica ha modificato il concetto di corporate governance, adesso concepito come *complesso di norme giuridiche e codici di autodisciplina*¹⁰⁷ *preposti non solo a regolamentare i rapporti di potere tra proprietà e management, ma anche a delimitare in forme più stringenti l'ambito discrezionale di quanti assumono responsabilità di governo delle imprese e nelle modalità secondo le quali avviene l'attribuzione delle risorse aziendali fra i vari progetti di sviluppo, sia nella distribuzione della ricchezza prodotta, nell'ottica della soddisfazione delle molteplici aspettative di quanti hanno interesse alla gestione d'impresa*¹⁰⁸.

In letteratura questa nozione viene ulteriormente modificata perché suddivisa in due categorie: si identifica infatti un'accezione *ristretta* che considera tra i soggetti coinvolti nell'organo di governo solo coloro chiamati a tutelare gli interessi degli azionisti, considerati gli unici destinatari del valore creato dalla società; ad essa si contrappone la definizione *allargata* dove i soggetti partecipi al processo di governo dell'impresa perché direttamente influenti, non sono solo le strutture interne all'organizzazione, responsabili dell'adozione di meccanismi di regolazione (come il Consiglio di Amministrazione), ma anche quegli istituti esterni alla stessa, ovvero tutti "gli *strategic stakeholder* quali fornitori di

¹⁰⁷ Un esempio è il Codice di Autodisciplina emanato da Borsa Italiana, il cui contenuto è approfonditamente commentato in DI TORO P., Governance, etica e controllo. Assetti societari, codici di autodisciplina e audit interno, Cedam, Padova, 2000.

¹⁰⁸ BARILE S., GATTI M., Corporate governance e creazione di valore nella prospettiva sistemico-vitale, Sinergie n.73-74 anno 2007.

rilevanti contributi nel processo aziendale di produzione economica e senza i quali diminuirebbe la capacità dell'impresa di creare valore nel tempo"¹⁰⁹.

Focalizzando l'attenzione nell'ambito delle *family firms*, le categorie di interlocutori sociali con cui l'impresa familiare interagisce possono essere due: si hanno da una parte i soggetti che compongono il sistema competitivo e ad essi si affiancano gli attori sociali, portatori di interessi e di attese legati ad apporti di risorse lavorative o finanziarie, di consensi e altri contributi indispensabili all'azienda per il raggiungimento degli scopi prestabiliti. Sono questi dunque, gli stakeholder delle imprese familiari tra i quali è necessario aggiungere anche i cosiddetti "parenti silenti", classe di familiari non partecipe alla gestione d'impresa ma che indirettamente influisce sulle scelte strategiche di questa¹¹⁰: un esempio può essere la figura della madre che, in modo nascosto, influenza le scelte del figlio o di altri discendenti impegnati nell'attività aziendale¹¹¹.

Il rapporto tra l'impresa e i suoi stakeholder deve essere in equilibrio dato che, è fondamentale il loro permesso per molti aspetti operativi: tale consenso può definirsi *reale*, riferendosi a quello che l'impresa ottiene nei confronti dei suoi portatori di interesse; è *necessario* invece qualora sia indispensabile per l'attuazione di piani strategici o di progetti¹¹². Nei casi in cui il consenso necessario si dimostrasse superiore a quello generale, l'impresa familiare sarebbe fortemente incentivata a compiere dei cambiamenti (ciò potrebbe essere

¹⁰⁹ ESPOSITO DE FALCO S. (a cura di), *Evoluzioni e prospettive negli studi sulla governance tra economia d'impresa e diritto societario*, ESI, Napoli, 2006, p. 79.

¹¹⁰ Questa categoria di attori può essere ricondotta alla classe di familiari indiretti trattata nel par. 1.4.

¹¹¹ JURCOVICH L., JURCOVICH E., *Le convivenze possibili in famiglia e nelle imprese di famiglia*, Milano, Franco Angeli, 2010.

¹¹² Un esempio di consenso reale può essere quello dei creditori, tale da favorire la corretta valutazione degli investimenti nel rispetto di regole per la convivenza economica; il consenso invece può ritenersi necessario nel caso di progetti per la crescita del patrimonio che richiedono l'approvazione del Consiglio di Famiglia per poter essere compiuti. – DEL GIUDICE M. in *Affari di famiglia*, Egea 2011.

giustificato dal raggiungimento di obiettivi difficili da conseguire oppure dalla spinta concorrenziale)¹¹³.

Dall'osservazione della realtà si rileva l'esistenza di una *path dependency* tra il modello di corporate governance adottato e il contesto sociale, storico, politico, economico e culturale nel quale la società viene creata: tale modello è riconducibile a un insieme di regole, norme e codici di comportamento di natura soggettiva, quindi non accettabili universalmente perché, come già detto, influenzate dal contesto in cui esse devono produrre i propri effetti.

È possibile però compiere una rappresentazione generica dei modelli maggiormente adottati dai manager di family e non family businesses in relazione al solo rapporto con gli stakeholder¹¹⁴: si passa da un schema *autoritario*, in cui la struttura gerarchica aziendale permette al manager di imporre il suo volere ai soggetti che ricoprono ruoli di più basso livello, al modello di *persuasione*, secondo il quale, invece, il rapporto con gli stakeholder è un rapporto di collaborazione e di partecipazione, basato quindi sul dialogo tra le parti. Nella realtà familiare, ad essere maggiormente adottato è il cosiddetto modello della *manipolazione*: qui il consenso viene raggiunto sulla base di relazioni sociali, come quello di amicizia e di fiducia, che si instaurano con alcuni stakeholder¹¹⁵.

Rimanendo nel tema specifico della family business, la letteratura rileva in campo tre gruppi di teorie incentrate sul ruolo del corporate governance in questa particolare realtà.

La prima scuola di pensiero elabora la cosiddetta *teoria di contrapposizione* che racchiude in sé le seguenti tesi:

¹¹³ DEL POZZO A., Gli indicatori del processo di valore e le relazioni con gli stakeholder: mutamenti di prospettiva, Torino, Giappichelli, 1996.

¹¹⁴ MAHERAULT L., The influence of going public of investment policy: an empirical study of French family-owned businesses, Family Business Review, 13, 2000.

¹¹⁵ Talora il rapporto si dimostri solido e di totale fiducia, lo stakeholder diventa parte integrante della famiglia, andando così a ricoprire il ruolo di familiare indiretto di cui già si è trattato nel paragrafo 1.4.

- *Manager theory*, basata sul ruolo del manager e sulla contrapposizione tra i suoi interessi e quelli della famiglia. Egli, infatti, opererà cercando di massimizzare il fatturato aziendale, al quale è legato il suo prestigio, il suo compenso e la sua sicurezza; la famiglia invece vorrà rendere massimo il profitto conseguito e consolidare il proprio patrimonio.
- *Agency theory*, secondo la quale il rapporto famiglia-manager ha natura contrattuale e nasce dalla necessità della famiglia di affidare ad uno specialista, detto agente, la cura dei propri interessi¹¹⁶.

La seconda corrente teorica, detta teoria *cooperativa*, basa la propria tesi sulla presenza di due soggetti portatori di interessi all'interno dell'azienda, i prestatori di lavoro e i conferenti di capitale di rischio che, in questo contesto rappresentano i soggetti economici dell'impresa perché destinatari dei risultati conseguiti e figure per le quali l'unità produttiva viene costituita e amministrata. In tale situazione si passa da un approccio antagonista ad uno basato sulla collaborazione dei soggetti coinvolti.

L'ultimo approccio dottrinale è quello delle teorie *pluralistiche*, che distolgono l'attenzione dai soggetti coinvolti per dimostrare la capacità dell'azienda di continuare la propria vita, indipendentemente da coloro che vi operano all'interno. Qui la cosa importante è la continuità dell'attività produttiva.

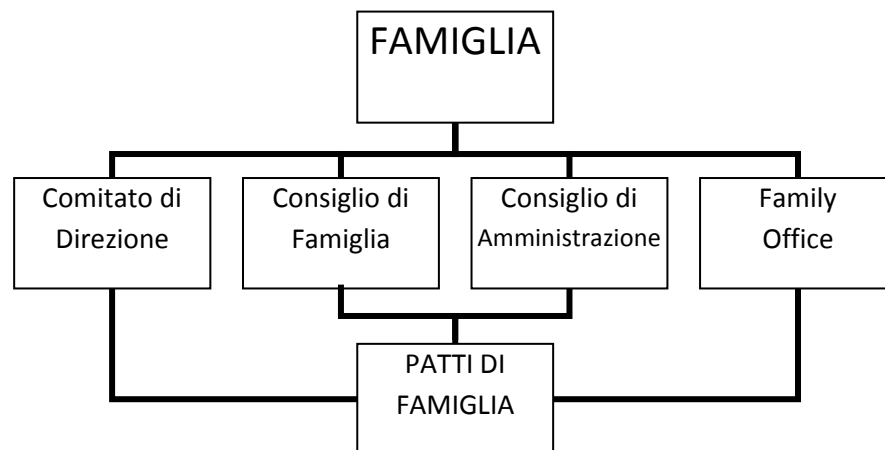
Dato il forte legame tra governance e raggiungimento degli obiettivi aziendali, le regole di governo alle quali l'impresa familiare deve sottostare devono essere efficaci e riguardare tre determinate dimensioni: (1) le decisioni di governo sia a livello strategico, sia per ciò che riguarda la configurazione interna dell'azienda; (2) gli organi societari, tradizionali come il CdA e l'Assemblea dei soci, e

¹¹⁶ All'*agency theory* si ricollega la *stewardship theory* secondo la quale il rapporto tra i soggetti in esame è un rapporto di collaborazione, mirato alla creazione di valore per l'impresa: il manager non antepone i propri interessi a quelli dell'azienda che rappresentano anche gli interessi della famiglia proprietaria, la cui figura è associata a quella di "steward". Il benessere di uno (manager e famiglia) è legato a quello dell'altro (impresa). – DAVIS J.H., SCHOOTMAN F.D., DONALDSON L., *Toward a stewardship theory of management*, in *Accademy of management Review*, 22(1), 1997.

peculiari al genere di impresa considerata¹¹⁷; infine si ha (3) il modello accolto per intraprendere le scelte in azienda¹¹⁸.

Il contenuto di queste tre dimensioni varierà in base all'impresa considerata: la crescita sarà accompagnata da una maggiore complessità dell'assetto governativo¹¹⁹.

Figura 8 *Gli organi di governo di un'impresa familiare*



2.2 Corporate Governance: gli organi societari nella family firm

Dopo aver affrontato il tema della governance e aver capito perché è così importante la sua precisa organizzazione, è necessario fare una presentazione di quelli che sono gli organi che la compongono e, in particolare, quelli caratteristici della realtà qui studiata (Vedi Figura 8).

E' innanzitutto opportuno distinguere gli organi di controllo (un esempio è il Consiglio sindacale) da quelli di governo (come il Cda e i Comitati).

¹¹⁷ Un esempio di organo particolare della family business è il Consiglio di Famiglia che ha funzione di supporto e il suo compito principale è gestire l'evoluzione del rapporto che si instaura tra la famiglia e l'azienda.- DEMSETZ H., LEHN K., *The structure of corporate ownership: causes and consequences*, Journal of Political Economy.

¹¹⁸ MONTEMERLO D., *Il governo delle imprese familiari. Modelli e strumenti per gestire i rapporti tra proprietà e impresa*, Milano, Egea, 2000.

¹¹⁹ MAGGIONI V., *Gestione, governo e organizzazione dell'impresa familiare*, Affari di famiglia, EGEA, 2011.

Il Consiglio di Amministrazione

Nella maggior parte dei casi il governo è affidato al Consiglio di Amministrazione, soprattutto se la forma societaria adottata è quella di società per azioni (Spa): nel particolare contesto dell'azienda familiare, il ruolo di questo organo può essere “*reale*” se i compiti svolti sono quelli definiti dallo statuto e dalle norme giuridiche in generale; qualora invece il suo funzionamento fosse solo apparente perché in realtà totalmente influenzato dai soci-controllanti e quindi responsabile di una semplice funzione consultiva, allora si parlerà di CdA “*formale*”¹²⁰.

I dati statistici elaborati da Aidaf, in collaborazione con Banca d'Italia, rilevano che la quasi totalità delle aziende familiari italiane ha un Consiglio di Amministrazione all'interno della propria struttura organizzativa, in cui però ogni ruolo è ricoperto dai membri della famiglia stessa. La struttura ottimale¹²¹, con la quale tale organo diverrebbe un efficace strumento di governo ma che, nella realtà è poco riscontrata, vedrebbe, a supporto della figura centrale, quale è il Ceo, dei professionisti esterni, dotati di capacità e, soprattutto, razionalità nello svolgimento del loro operato¹²². La loro presenza, oltre a garantire l'apporto di competenze necessarie, favorisce una migliore performance aziendale nonché

¹²⁰ Una ricerca condotta nel 1981 da Danco e Jonovic, rivela che i principali ruoli associati a tale organo all'interno di una family business sono riconducibili alle figure di pianificatori, regolatori, sostenitori e “fratelli maggiori”. – DANCO L.A., JONOVIC D.J., *Outside directors in the family owned business*, Cleveland, The University Press.

¹²¹ Corbetta, in collaborazione con Brunetti, ha elaborato delle linee guida che la family business dovrebbe osservare per permettere una corretta ed efficace operatività del CdA: sarebbe infatti necessario definire il numero preciso dei componenti e le caratteristiche del loro ruolo, le regole di funzionamento e infine i meccanismi per il controllo. – BRUNETTI G., CORBETTA G., *Ruolo e funzionamento dei consigli di amministrazione nelle imprese di medie e grandi dimensioni a proprietà familiare*, in *Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Milano, Etas Libri, 1998.

¹²² MONTEMERLO D., *Il governo delle imprese familiari. Modelli e strumenti per gestire i rapporti tra proprietà e impresa*, Milano, Egea, 2000.

una crescita e, infine, può essere un buon supporto per la definizione delle strategie di sviluppo e del ricambio generazionale.

Il Consiglio di Famiglia

In stretta collaborazione con il CdA è il Consiglio di Famiglia (CdF), organo proprio del contesto analizzato. Formato totalmente da membri della famiglia, detentori di quote di capitali, il suo ruolo principale è quello di tutelare gli interessi della famiglia, lavorando in modo incrociato con l'organo di governo con il quale intrattiene un flusso continuo d'informazioni tali da permettere l'aggiornamento di strategie e far conciliare gli interessi dell'impresa con quelli della famiglia proprietaria.

Oltre al ruolo di mediatore qui descritto, a tale organo spetta anche la funzione di educatore, perché è un mezzo di trasmissione dei valori alle nuove generazioni¹²³ e di ammortizzatore di possibili conflitti che possono innescarsi tra i discendenti presenti in modo attivo ovvero passivo in azienda.

Il CdF si configura quindi come un luogo in cui i familiari possono comunicare i propri bisogni ed esprimere le opinioni su temi come le strategie avviate o i progetti per il futuro; il suo ruolo diventa sempre più importante al crescere delle dimensioni familiari, perciò è opportuno che la famiglia predisponga delle regole interne per il corretto funzionamento. Alla guida vi è il Presidente che, scelto dai familiari stessi, indirizza le riunioni e assicura armonia tra i componenti dell'organo di cui è a capo.

Il Comitato di Direzione

A fianco ai due organi principale appena descritti, nelle family businesses con dimensioni più consistenti, maggior professionalità e dotati di più unità produttive è possibile trovare un altro corpo, il Comitato di Direzione, i cui compiti principali hanno natura coordinativa e riguardano decisioni strategiche

¹²³ LANSBERG I., The succession conspiracy, in Family Business Review, 1(2), pp 119-143, 1988.

condivise tra più aree funzionali. La sua istituzione ha lo scopo di favorire lo sviluppo e il consolidamento del gruppo, favorendo l'unità d'indirizzo di gestione¹²⁴. Per un miglior funzionamento, la dottrina consiglia una formazione che coinvolga in gran parte soggetti esterni, così da apportare professionalità ed evitare la costituzione di un ulteriore ente di stampo prettamente familiare.

Il Family Office

Quando il patrimonio e gli interessi che la famiglia gestisce diventano rilevanti, si ricorre spesso all'aiuto di professionisti nel campo: è qui che interviene la figura del Family Office, team di esperti chiamati ad assistere la famiglia nell'amministrazione ma, soprattutto, nella conservazione e nella salvaguardia della ricchezza fino in quel momento creata: tra le più importanti funzioni rientrano quella di tax planning, di gestione del patrimonio immobiliare, di advisory in ambito di investimenti e di volatility analysis¹²⁵.

La caratteristica principale di questo organo è la sua indipendenza, quindi la mancata influenza da parte dei membri della famiglia stessa: chi sceglie il gestore è diverso da colui al quale la gestione è appunto affidata.

Nelle imprese familiari semplici, molte di queste funzioni sono affidate alla figura professionale del consulente: nel momento in cui, però, le dimensioni aziendali lo rendono necessario, si ricorre a un'organizzazione di professionisti che può svolgere lo stesso servizio di gestione integrata a favore di più gruppi familiari, divenendo così una "Multi-Family Office".

La forma societaria più riscontrata in queste entità è quella di società di capitali ma nella realtà italiana molte sono le Family Offices che adottano la struttura di *trust company* perché, attraverso questa, è possibile beneficiare di deleghe ovvero di rappresentanze che semplificano l'operatività per mezzo del mandato

¹²⁴ MAGGIONI V., Gestione, governo e organizzazione dell'impresa familiare, Affari di famiglia, EGEA, 2011.

¹²⁵ WARD J.L., Keeping the Family Business Healthy, San Francisco, California, Jossey-Bass publishers.

fiduciario¹²⁶. In Italia questa figura è ancora poco presente: sono infatti una decina le Family Offices indipendenti presenti nel territorio e, la maggior parte di questi adotta la versione “Multi”.

2.3 Regole per una serena convivenza: il family planning e i patti di famiglia

Per una sana convivenza all'interno delle imprese familiari e una corretta successione tra generazioni, è fondamentale la definizione di regole che supportino la gestione del rapporto impresa-famiglia, condivise e rispettate da tutti i discendenti coinvolti. Si parla di linee guida adatte a qualsiasi forma societaria assunta perché mirate a rendere trasparente alcuni aspetti comuni a tutte le imprese a conduzione familiare: esse infatti sono attinenti a questioni tipiche quali, ad esempio, l'inserimento in azienda e la formazione delle nuove generazioni, la tutela del patrimonio, i possibili modi per la risoluzione di conflitti interni. Questi principi possono assumere due diverse forme: i familiari possono infatti scegliere di metterle per iscritto ovvero di tramandarli oralmente. L'evidenza riscontra che la forma principalmente adottata, anche se non la migliore, sia la seconda¹²⁷. La scelta in questione è ricollegata alle tempistiche necessarie: molte famiglie preferiscono la forma orale perché non richiede tempo per la disposizione e la trascrizione; ma si sa, ciò che viene riportato a voce può essere modificato per volontà o per errata comprensione, perciò è sempre meglio optare per lo scritto. Inoltre non è necessario definire queste regole in modo immediato e in unica sede: la dottrina suggerisce una redazione scaglionata nel tempo ma, soprattutto, compiuta in periodi di serenità ed equilibrio¹²⁸; essendo un mezzo valido per prevenire i problemi di natura diversa da quella fiscale o legale, essi sono anche disciplinati dall'ordinamento italiano, che assegna loro il

¹²⁶ W. ZOCCHI, *Il FAP: Famiglia, Azienda, Patrimonio*, Il Family Business – Famiglia, azienda di famiglia e patrimonio dell'imprenditore, Il Sole 24 Ore, Milano 2004.

¹²⁷ In Italia solo il 7% delle imprese familiari definisce in modo scritto i principi guida per il passaggio generazionale.

¹²⁸ ZOCCHI W., *Quando la famiglia è azienda*, G.Giappichelli Editore – Torino, 2008.

nome di “patto di famiglia”¹²⁹ e li definisce come *il contratto con cui, compatibilmente con le disposizioni in materia di impresa familiare e nel rispetto delle differenti tipologie societarie, l'imprenditore trasferisce, in tutto o in parte, l'azienda, e il titolare di partecipazioni societarie trasferisce, in tutto o in parte, le proprie quote, ad uno o più discendenti*, (art. 768 bis c.c.).

Attraverso questi accordi si garantisce quindi un passaggio generazionale chiaro perché già definito, in tutti suoi termini, dalle stirpi passate¹³⁰. Numerosi sono i vantaggi derivanti dalla loro formalizzazione: si parla di maggiore trasparenza e coesione tra i familiari, di trasmissione dei valori che hanno portato al successo e di rispetto dell'autonomia aziendale attraverso una precisa organizzazione del rapporto impresa-famiglia. Il patto di famiglia può diventare uno strumento di “pressione morale”¹³¹ nei confronti di chi vorrebbe non rispettare le regole stabilite: si riesce in questo modo ad evitare la risoluzione di problemi per via legale che porterebbe forti disagi all'interno della compagine familiare. Il concetto inteso dal legislatore appare dunque un po' restrittivo dato che, le regole in questione, oltre alla tutela da frammentazione successoria, possono preoccuparsi anche delle politiche di dividendi, della nomina dei leader, di decisioni attinenti alla governance (Vedi *Tabella 2*). Si possono definire una forma di saggezza e di buon senso che la dottrina stessa raccomanda¹³².

¹²⁹ Elaborando la legge n. 55/2006, il legislatore ha voluto tutelare le aziende dalla frammentazione successoria e assicurare loro la trasmissione delle partecipazioni societarie.

¹³⁰ ANGRISANI A., SICA S., *Il patto di famiglia e gli strumenti di successione dell'impresa*, Torino, Giappichelli, 2007.

¹³¹ CORBETTA G., *Le imprese familiari*, EGEA, 1995.

¹³² Si veda, tra i molti, Montemerlo e Alessi (2000).

Tabella 2 Argomenti disciplinati nei Patti di Famiglia¹³³

ARGOMENTI DEL PATTO DI FAMIGLIA	ITALIA
Trasferimento delle quote di capitale	74%
Remunerazione del lavoro dei familiari	60%
Ingresso dei membri della famiglia	~50%
Successione nell'organo di governo e di controllo	~50%
Condizione di uscita dei soci	~50%
Determinazione delle quote dei recedenti	<50%
Definizione delle politiche di dividendo	<40%

A fianco ai patti di famiglia è possibile trovare i patti parasociali, scritture private che disciplinano temi estranei al contenuto dello statuto ma ad esso complementari: questi, nella maggior parte dei casi, riguardano aspetti come la modalità di valutazione delle quote sociali in caso di cessione o la gestione operativa, regolati al fine di evitare dei contenzioni in azienda; assumendo la forma di contratti, vincolano solo i soggetti contraenti e il non rispetto comporta l'obbligo di risarcimento danni alla controparte. Le particolarità, che li rendono differenti dalle disposizioni inserite all'interno dello statuto, sono appunto relative ai soggetti ai quali questi si applicano, alla loro durata nel tempo e alla loro efficacia. Come i patti di famiglia, anche gli accordi parasociali sono oggetto di attenzione da parte della legge che, però, si limita a disciplinarli solo in relazione a tre argomenti quali (1) il diritto di voto se si tratta di SpA, (2) i limiti al trasferimento di azioni e (3) l'esercizio di influenza dominante. Essi possono avere durata determinata o indeterminata¹³⁴ e non possono rendere le azioni totalmente inalienabili. Esistono inoltre delle lacune in tema, relative agli

¹³³ Fonte: A. PUGLIESE, *Finacial reporting in small family firms : searching for a new framework*, in *The Value Orientation in Family Firms*, CEDAM 2006.

¹³⁴ Nel caso di durata limitata nel tempo, questa non può essere superiore ai 5 anni; qualora invece il patto venisse siglato a tempo indeterminato allora i soggetti coinvolti avranno la possibilità di recederne con un preavviso di 6 mesi.

obblighi di pubblicità e all'applicabilità da parte di realtà particolari quali sono le imprese a ristretta base azionaria o quelle a conduzione familiare che nemmeno la recente riforma ha preso in considerazione¹³⁵.

2.4 L'apertura del capitale: private equity e quotazione

L'evoluzione nella family business (Vedi Figura 9) richiede, in molte circostanze, l'apertura del capitale a soggetti esterni, quindi l'automatica trasformazione dell'azienda da *tradizionale* ad *aperta*. Alcuni dei motivi che portano a tale decisione, che non sempre è accompagnata da un aumento della dimensione aziendale, sono legati alla possibilità di ottenere migliori risultati in termini di crescita, quindi di raggiungere un maggior valore, una migliore reputazione e

Figura 9 Il ciclo di vita aziendale e familiare

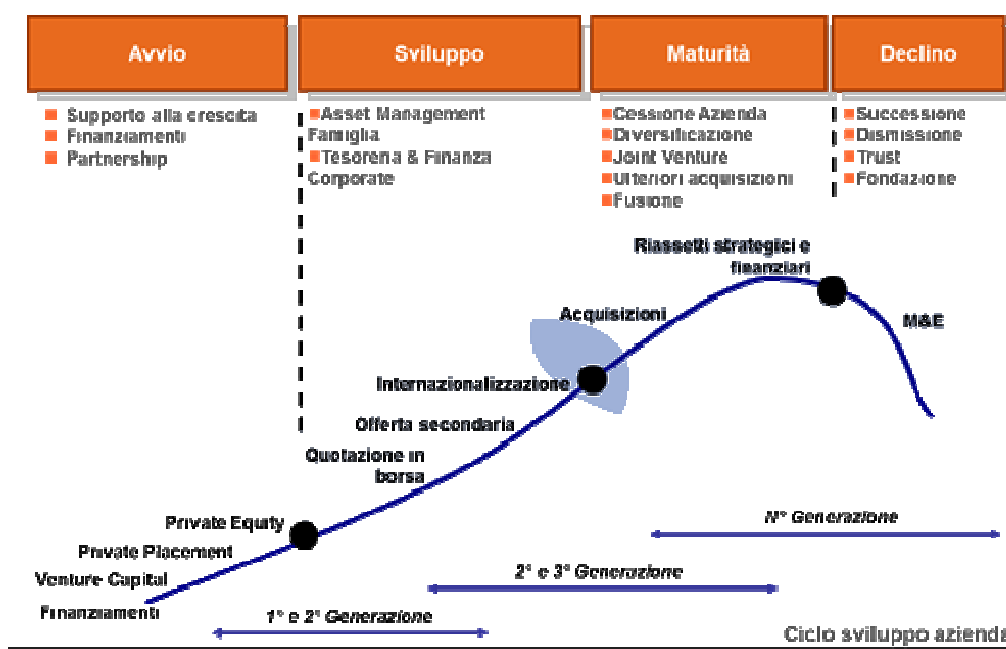


immagine e di poter diversificare il patrimonio della famiglia proprietaria, consentendo lo smobilizzo dell'investimento dei soci in azienda. Tutto ciò

¹³⁵ Vista la non considerazione da parte del legislatore, quindi l'assenza di particolarità dei patti parasociali sul tema del presente elaborato, mi soffermo qui nella loro trattazione e rimando a specifici testi sull'argomento per una più approfondita analisi.

comporta sicuramente una maggiore autonomia dell'impresa da parte della famiglia perché a quest'ultima si affiancheranno nuovi investitori istituzionali.

È necessario però, dopo aver definito le alternative possibili, scegliere quella più idonea a favorire la crescita dell'impresa ricercata attraverso l'apertura del capitale: si parla dunque di una scelta tra private equity¹³⁶ o quotazione in borsa.

Nel primo caso il nuovo soggetto entrato in azienda apporta nuove risorse finanziarie ma anche competenze, esperienze e relazioni, con lo scopo personale di incrementare il patrimonio dell'impresa familiare e conseguire quindi un consistente capital gain dalla successiva cessione delle quote. In questo modo si ha una condivisione, se pur temporanea, dei rischi aziendali con un professionista¹³⁷.

Tale forma di apertura al mercato può avvenire in fasi diverse della vita aziendale, in base alle quali viene diversamente rinominata. Si parla infatti di:

- (1) *venture capital*, quando avviene nella fase di avvio dell'impresa;
- (2) *business seed*, se mirato al finanziamento della nuova idea concepita;
- (3) *expansion financy*, qualora si voglia sostenere la crescita e lo sviluppo dell'attività aziendale.

La dismissione delle quote deve essere preventivamente programmata perché rappresenta una facile fonte di difficoltà: essa può avvenire tramite IPO quindi

¹³⁶ “Il Private Equity fornisce capitale di rischio ad imprese non quotate sul mercato dei capitali. Il Private Equity può essere utilizzato per sviluppare nuovi prodotti e tecnologie, per espandere il capitale circolante, per fare acquisizioni, o per consolidare il bilancio societario. Esso può anche risolvere problematiche proprietarie o manageriali – una successione per società familiari, o l'acquisizione mediante buyout o l'acquisto di un business da parte di manager esperti possono essere effettuati utilizzando il Private Equity”. EVCA Special Paper, Novembre 2007, www.evca.eu.

¹³⁷ Secondo il sondaggio dell'Osservatorio AUB pubblicato nel III rapporto (2011), ad essere particolarmente favorevoli all'apertura di capitale tramite private equity sono le imprese familiari manifatturiere nate da pochi anni e condotte da giovani che, infatti, si dimostrano i più propensi all'apertura del capitale nei confronti di soggetti esterni alla famiglia.

ricorrendo al mercato borsistico, ovvero attraverso accordi privati o fusione con altre realtà già in vita.

Il *privaty equity* rappresenta una strada con la quale, oltre al reperimento delle risorse finanziarie, è possibile ridurre le asimmetrie informative, quindi migliorare l'immagine aziendale e condividere il rischio d'impresa ma, nonostante ciò, rimane una via complessa e con tempistiche consistenti¹³⁸.

L'alternativa, e spesso anche la conseguenza, della forma di apertura appena descritta è la quotazione in borsa con la quale la famiglia può promuovere la propria immagine e quella dell'azienda della quale è a capo, può condividere i rischi collegati all'attività e trasferire in modo più facile e veloce le partecipazioni ma, ai vantaggi qui elencati si affiancano maggiori oneri, nuovi rischi, tempi più lunghi, necessità di strutture ben organizzate, obblighi informativi più stringenti e un legame tra l'impresa e la famiglia meno forte che si accosta ad un controllo consistente da parte di organi esterni alla compagine familiare¹³⁹.

Le *family businesses* che vogliono entrare nel mercato borsistico devono, inoltre, sicuramente richiedere l'assistenza di professionisti in campo legale, finanziario e di marketing e presentare requisiti di organizzazione strutturale, trasparenza e chiarezza in tema di regole di tutela per gli shareholder, quindi una buona governance agli occhi dei potenziali investitori presenti sul mercato¹⁴⁰.

Tutti questi sono obblighi e rischi che l'impresa deve sostenere e superare qualora voglia compiere le operazioni qui sopra descritte, dato l'obiettivo finale di crescita; nel caso in cui, invece, la ricerca di risorse finanziarie fosse l'unico interesse dell'azienda, allora le strade da percorrere possono essere diverse, tra cui molte non richiedono l'apertura di capitale nei confronti di terzi e quindi il

¹³⁸ DI MASCIÒ A., *Family business. Strategie private e corporate banking per le imprese familiari*, EGEA 2007.

¹³⁹ DI MASCIÒ A., *Family business. Strategie private e corporate banking per le imprese familiari*, EGEA 2007.

¹⁴⁰ Member of World Bank Group, *IFC Family Business Governance Handbook*, 2011 International Finance Corporation.

rischio di perdita di controllo: si parla delle alternative quali sono l'autofinanziamento, il prestito obbligazionario non convertibile ovvero l'indebitamento bancario.

2.5 Finanza, banche e family business

Le imprese familiari nel loro percorso di crescita, a volte non voluto ma necessario per sopravvivere sul mercato, come già detto in precedenza, aumentano la complessità in ambito di struttura e organizzazione. Con lo sviluppo inoltre assume sempre più importanza la gestione della funzione finanza, il cui ruolo principale consiste nel predisporre i mezzi finanziari per sostenere impieghi caratteristici della gestione corrente e della politica degli investimenti: sarà dunque opportuno conoscere i flussi finanziari globali dell'azienda per esercitare al meglio tale funzione e ottimizzare la struttura finanziaria, quindi raggiungere il giusto equilibrio tra fonti di finanziamento e impieghi al minimo costo del capitale.

Dalle indagini condotte nel corso degli anni si riscontra che, nelle piccole realtà, tale comparto non presenta un responsabile d'area ma è l'imprenditore ad occuparsene; le scelte in tema, quindi, non sono oggetto di specifiche analisi, data la mancanza di una direzione finanziaria con proprie responsabilità e autonomie¹⁴¹.

Richiamando un termine già utilizzato in letteratura¹⁴², la finanza nelle realtà delle PMI familiari, viene definita "finanza povera" che rimane indistinta dalla funzione amministrativa e viene affiancata da una catena di comando ridotta nonché da una sovrapposizione tra controllo e gestione. L'arretratezza rilevata nell'ambito in questione è giustificata dai motivi richiamati anche dalla carenza in ambito di struttura organizzativa: si fa riferimento alla mancanza delle competenze necessarie dell'imprenditore che, come appena detto, tende ad accentrare in se ogni funzione, senza compiere una pianificazione finanziaria e

¹⁴¹ NEWFIN Ricerche, Università Bocconi n.52 di settembre 1995, pag. 63.

¹⁴² Caselli, Gatti (2003).

affidandosi spesso all'istinto e all'esperienza per il superamento di alcune difficoltà. Ciò che manca è la definizione di una strategia finanziaria che rispetti gli obiettivi economici prefissati e raggiunga l'equilibrio tra gli investimenti e le fonti di finanziamento: il soddisfacimento dei bisogni aziendali quotidiani prevale dunque sulla necessità di definire una pianificazione finanziaria¹⁴³.

In ambito finanziario, a rivestire un ruolo di notevole importanza è la banca, che ha la capacità di indurre le imprese a modificare i livelli di indebitamento, quindi le scelte strategiche ad essi associati. Il peso di questa figura è determinato da motivi quali, ad esempio, la possibilità di accedere al credito senza duri condizionamenti e di rispondere al fabbisogno aziendale in modo più preciso.

La complessità del sistema bancario ha però negli anni inasprito il rapporto banca-impresa. È su questo proposito che interviene il Comitato di Basilea¹⁴⁴, il cui compito principale è quello di garantire la stabilità del sistema finanziario globale attraverso un insieme di regole sulla vigilanza bancaria. La novità più

¹⁴³ SAVARIS R., La pianificazione finanziaria integrata dell'impresa familiare, Progetto SMEFIN – Ridisegno dell'infrastruttura finanziaria delle reti di imprese.

¹⁴⁴ Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria è stato fondato alla fine del 1974 dai governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci (G 10) in seno alla Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) di Basilea. Il Comitato è composto dai rappresentanti delle banche centrali e dalle autorità di vigilanza bancaria di 27 Paesi; non ha il potere legislativo ma interviene sull'ordinamento interno degli Stati attraverso l'emanazione di proposte che ogni paese recepisce modificando proprie norme.

Il primo accordo venne elaborato dall'organo suddetto nel 1988 e denominato Basilea I: con esso venne introdotto per le banche il requisito patrimoniale minimo con lo scopo di regolarne il comportamento e contenere i rischi relativi all'intermediazione creditizia (rischio di credito) e quelli derivanti dagli investimenti in strumenti finanziari (rischio di mercato).

Dati i consistenti limiti di Basilea I, si elaborò e pubblicò nel 2008 una seconda versione, dal nome Basilea II, fonte di consistenti novità e basata su un sistema integrato, sorretto da 3 pilastri: (1) requisiti patrimoniali, (2) controllo prudenziale e (3) disciplina del mercato.

In risposta alla crisi finanziaria del 2007-2008 e con l'intento di perfezionare la preesistente regolamentazione prudenziale del settore bancario, il Comitato approvò infine Basilea III, strumento per prevenire l'eccessiva assunzione di rischi da parte degli operatori, rendere il sistema finanziario più solido e stabilire un terreno di gioco uniforme.

importante in tema di aziende venne introdotta dalla seconda versione dell'accordo (Basilea II), pubblicato dall'organo suddetto nel 2008: all'interno del pilastro relativo ai requisiti di adeguatezza patrimoniale richiesti alle banche per la salvaguardia dal rischio di credito vi è l'introduzione di un nuovo strumento di valutazione, il "rating": il rischio di credito dell'azienda cliente viene misurato dal valore di rating ad essa associato e dal quale deriva la definizione di merito creditizio buono o critico; il tal modo l'impresa verrà giudicata più o meno capace di assolvere totalmente e in modo puntuale i propri doveri di pagamento. Il mancato rispetto dei doveri finanziari è compensato da condizioni finanziarie peggiori quindi da tassi d'interesse applicati più alti¹⁴⁵.

Gli istituti di credito possono avvalersi di una valutazione fatta da un soggetto esterno ovvero di un rating elaborato al loro interno.

Questa novità in tema di giudizio sul merito creditizio comporta un cambiamento nel rapporto banca-impresa che può però definirsi in parte negativo se si guarda alle imprese di piccole e medie dimensioni che in tal modo, data la loro minore qualità, subiscono una restrizione di accesso al credito e delle condizioni di finanziamento peggiori. Per queste realtà il sistema di rating è divenuto uno strumento di calcolo del costo e quindi una variabile dalla quale far dipendere la struttura e le strategie in campo finanziario.

Fondamentale è dunque il ruolo della funzione finanza, soprattutto per il mantenimento della coerenza tra la struttura delle fonti e quella degli investimenti: è richiesta la massima attenzione in tema di programmazione di risorse e di sviluppo.

Un mezzo per attenuare questi limiti legati alla propria dimensione è rappresentato dalla comunicazione: attraverso la riduzione delle asimmetrie informative presenti tra i soggetti coinvolti, azienda e istituti di credito, si potrà

¹⁴⁵ Mauro M., "Il ruolo della funzione finanza nelle aziende a proprietà familiare. L'influenza sul valore", in Enrico Viganò (a cura di), *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, Cedam 2006.

compiere, attraverso modelli di pricing, la definizione delle condizioni di credito più vicine alla realtà aziendale richiedente fondi.

Purtroppo la comunicazione informativa non è un'abitudine presente nelle imprese con a capo una famiglia, data la loro limitata propensione a diffondere dati economici, patrimoniali e finanziari a terzi e, questo “difetto” si verserà sul merito creditizio calcolato dalle banche che chiederanno maggiori garanzie e applicheranno condizioni che renderanno più alto costo d'indebitamento.

2.6 Successione e ricambio generazionale

Il passaggio generazionale è un momento cruciale nella vita di un'impresa, specie se non affrontato per tempo.

Il fenomeno in questione trova una definizione ben precisa nella dottrina passata, secondo la quale *“il ricambio generazionale è quel processo che, dato l'obiettivo di assicurare la continuità dell'impresa, perviene a un nuovo assetto della proprietà del capitale dell'impresa in capo ai successori e al subentro di questi ultimi o di alcuni di essi nelle responsabilità di governo e di direzione”*¹⁴⁶.

La successione è un argomento ancor più delicato se si considerano le imprese a conduzione familiare: il motivo principale di questa sensibilità si nasconde nel legame presente tra l'unità produttiva e quella di consumo che lo rende un evento ancor più complesso. Secondo molti autori *“il segreto per affrontare in maniera virtuosa la successione familiare in azienda è quello di convincersi che non si è di fronte a un fatto, ma a un processo”*¹⁴⁷. Dalla frase qui riportata deriva la conclusione che, come ogni processo, anche questo qui trattato deve essere programmato e ben definito, effettuato in un momento prefissato in cui il successore, già inserito da tempo in azienda per la formazione, è pronto a sostituire il familiare uscente quindi a dirigere e portare avanti l'azienda, con i

¹⁴⁶ CORBETTA G., PRETI P., la successione nelle aziende familiari, *Economia & Management*, 2, pp. 123-125, 1988.

¹⁴⁷ DE MASSIS A., CHUNA J., CHRISMAN J., *Factors preventing intra-family succession*, in *Family Business Review*, 21 (2), pp. 183-199, 2008.

valori ricevuti durante l'affiancamento, nonché con le competenze e le conoscenze maturate durante la crescita del business familiare e a lui trasmesse dai membri della famiglia che lo hanno accompagnato durante il periodo di formazione¹⁴⁸. Insieme alle conoscenze teoriche e pratiche del caso è necessario che l'erede riceva dai predecessori anche le cosiddette *soft skills*¹⁴⁹ cioè il bagaglio di sentimenti, partecipazione emotiva e reciproche influenze che risultano difficile da gestire e da trasmettere perché non legate a nozioni ma ad esperienze dirette.

La successione è un percorso graduale e, come tale, può essere suddiviso in fasi tra loro coordinate in maniera unitaria. Tutto ha inizio dal verificarsi dei “sintomi” che segnalano la necessità di un ricambio generazionale: si parla di evidenze come l'età avanzata dell'imprenditore, dunque la sua progressiva inadeguatezza nel mantenere il ruolo rivestito, il desiderio di ricoprire posizioni di poteri da parte di soggetti terzi, la volontà del padre imprenditore di vedere il figlio affermarsi in azienda¹⁵⁰; la preparazione del discendente, come già detto in precedenza, deve avvenire con gradualità e anticipare la fase di passaggio. È opportuno darne inizio quando ancora non è evidente l'esigenza della successione.

In proposito è stata coniata l'espressione “*sfida del benessere*”¹⁵¹ secondo la quale l'educazione della nuova leva deve avvenire in modo graduale, così da arrivare ad una gestione che non la travolga e, nello stesso tempo, non comporti una strumentalizzazione della fonte di benessere ma, bensì, l'equilibrio con l'impresa.

¹⁴⁸ MAGGIONI V., Gestione, governo e organizzazione dell'impresa familiare, (a cura di), Affari di famiglia, EGEA, Milano 2011.

¹⁴⁹ ZOCCHI W., Crisi famigliari/aziendali/patrimoniali: previsione, governo e strumenti strategici, (a cura di) Aziende famigliari e longevità economica, Milano IPSOA 2012, p. 282.

¹⁵⁰ SCHILLACI C.E., I processi di transizione del potere imprenditoriale nelle imprese familiari, Torino Giappichelli, 1990.

¹⁵¹ ZOCCHI W., Crisi famigliari/aziendali/patrimoniali: previsione, governo e strumenti strategici, (a cura di) Aziende famigliari e longevità economica, Milano IPSOA 2012.

Alla formazione segue l'inserimento del giovane in azienda, così che egli possa maturare le conoscenze acquisite nella fase precedente e passare allo step successivo di "convivenza" in cui affiancherà l'imprenditore e riceverà gradualmente i poteri e le responsabilità manageriali.

Un aspetto difficile della successione è proprio la selezione del soggetto al quale affidare l'impresa: scelta importante, che richiede un'attenta riflessione. Secondo famosi autori¹⁵², essa può essere compiuta seguendo una delle modalità qui presentate:

- Fissare una regola precisa da osservare ogniqualvolta il passaggio venga effettuato: un esempio può essere quello di considerare "successore per diritto" il primogenito. Si tratta più di un'abitudine comportamentale che di una vera regola: questa strada viene spesso intrapresa dai familiari perché concepita come un modo semplice per superare il complesso fenomeno discusso. Tali regole possono essere definite durante il Consiglio di Famiglia ovvero riportare sui patti di famiglia.
- Scegliere come futuro imprenditore il figlio che si dimostra più idoneo e preparato al ruolo suddetto, quindi con il carattere e le attitudini di un leader, le conoscenze e le competenze necessarie alla posizione considerata: sono doti personali che il candidato dimostra di possedere e che l'imprenditore padre, ovvero il Consiglio di Amministrazione, osserva nel corso del tempo; la scelta del discendente viene, in alcuni casi, anche affidata al Consiglio di Famiglia, così da trovare il consenso di tutti i membri impegnati in società.
- L'ultima opzione, infine, è quella di preparare per il ruolo di imprenditore un soggetto esterno alla famiglia. Tale scelta viene intrapresa nel momento in cui il familiare senior non ha eredi al quale affidare il ruolo fino ad allora da lui rivestito ovvero qualora i figli siano troppo giovani o

¹⁵² ROYER S., SIMONS R., BOYD B., RAFFERTY A., ROYER S., "Promoting Family: A contingency model of family business succession", *Family Business Review*, 21(1), pp. 15-30, 2008.

non interessati a portare avanti l'azienda di famiglia perché vogliono percorrere una strada diversa nel loro futuro.

Il nome del successore può essere comunicato in momenti diversi: si può infatti scegliere di rendere pubblica la notizia in anticipo rispetto al momento in cui avverrà il passaggio ovvero in corrispondenza dell'evento stesso, ciò dipende anche dalla modalità in cui la successione avviene e cioè se secondo una pianificazione o se per emergenza.

Il ricambio generazionale si potrà considerare concluso nel momento in cui si avrà la "presa di comando" quindi il passaggio della figura di leader a favore del figlio e la fisiologica uscita di scena del senior che, però, rimarrà sempre un soggetto di riferimento per il successore e per coloro che lavorano in azienda¹⁵³.

Il passaggio generazionale avrà avuto successo se si saranno verificate le seguenti condizioni:

1. L'azienda continua a rimanere in vita;
2. Il controllo del capitale societario rimane in mano alla famiglia.

In molti casi la prima condizione richiede l'assenza della seconda: infatti dall'osservazione della realtà si rileva che spesso, per assicurare la continuità dell'attività aziendale, la famiglia è costretta ad aprire il capitale a terzi e a perdere il controllo totale della società.

Le statistiche elaborate sul tema testimoniano che, a livello mondiale, il 7% delle family businesses viene venduto alla prima generazione mentre il 10% mantiene le stesse dimensioni e il 3% presenta invece una crescita; inoltre l'80% delle imprese familiari americane e l'86% di quelle asiatiche cessano la propria attività dopo la seconda generazione perché incapaci di superare la terza successione¹⁵⁴; se guardiamo invece all'Italia i dati dicono che solo il 24% delle imprese familiari supera il passaggio dalla prima alla seconda generazione, appena il 15%

¹⁵³ MAGGIONI V., Gestione, governo e organizzazione dell'impresa familiare, (a cura di), Affari di famiglia, EGEA, Milano 2011 pp. 135-156.

¹⁵⁴ Il ciclo di vita del family business, Elaborazioni Centro Studi sull'impresa di famiglia di padre in figlio, 2010.

giunge con successo alla terza generazione, e solo il 5% riesce a concludere positivamente il passaggio alla quarta generazione¹⁵⁵.

Le difficoltà di tale evento sono legate ai valori morali che caratterizzano il fenomeno studiato, difficoltà che si rifanno alle concezioni del “senso della vita” quindi alla “ragion d’essere” dell’impresa stessa¹⁵⁶. Il fallimento è dietro l’angolo, con conseguenze negative sia per l’azienda che per l’intero sistema socio-economico ad essa legato.

Considerando la collaborazione e la delega dell’imprenditore insieme alla visione futura che egli ha sull’unità produttiva, è possibile definire quattro classi di successione:

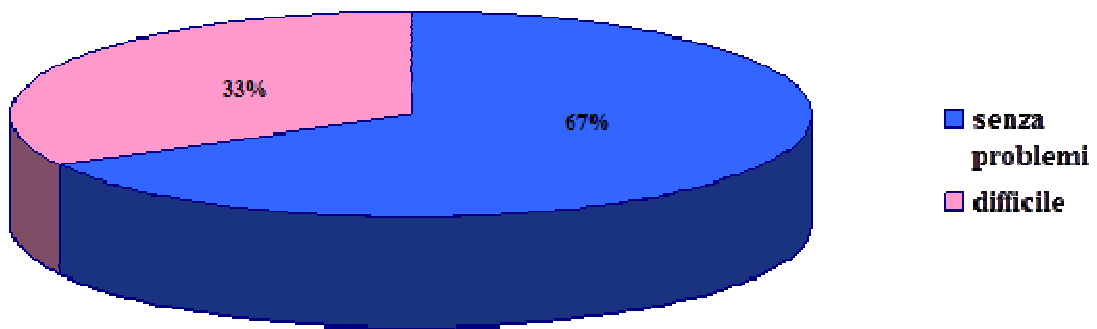
- Qualora il leader eviti il problema del passaggio generazionale, rinviandolo al futuro e mantenendo totalmente nelle sue mani il potere decisionale, si avrà una successione *elusa*.
- Quando invece il discendente entra improvvisamente nel ruolo ereditato perché il senior si dimostra incapace di delegare progressivamente le proprie responsabilità, si parla di successione *con abdicazione*.
- Nel caso in cui l’imprenditore si dimostri collaborativo quindi deleghi progressivamente le proprie funzioni all’erede ma mantenga l’attenzione sul presente e quindi sugli obiettivi aziendali di breve periodo, si avrà una successione *differita*.
- Infine la successione potrà essere definita *senza abdicazione* qualora si presenti una forte concezione del ricambio generazionale, quindi un leader uscente consapevole, collaborativo, disposto alla delega dei poteri e con visione dell’azienda mirata al lungo periodo.

¹⁵⁵ DAL PIVA G., FURLAN A., Private equity e passaggio generazionale, Finlife Corporate Finance 2013.

¹⁵⁶ PINI M., La sopravvivenza dell’azienda nel passaggio generazionale, in Paolone G. (a cura di), L’azienda a proprietà familiare, Torino, Giappichelli 1996.

Uno studio della Fondazione Nord Est¹⁵⁷, condotto nel 2006, rilevava che il 45% del campione esaminato stava vivendo il fenomeno in questione e che la maggior parte degli imprenditori lo considerava un evento difficile e critico della vita aziendale (Vedi Figura 10).

Figura 10 Come gli imprenditori percepiscono il passaggio generazionale



Il rischio di ricambio generazionale è strettamente legato alla concezione che la famiglia ha dell'impresa della quale è al comando¹⁵⁸:

- Fisiologica, se considerata un mezzo per realizzare la propria carica imprenditoriale e una fonte di ricchezza da trasmettere alle generazioni future;
- Patologica, se vista come una semplice occupazione per i membri della famiglia e una proprietà da custodire gelosamente.

Nel secondo caso il passaggio si rivelerà un evento ancor più critico.

Qualora venga a mancare una vera successione, per garantire la continuità aziendale, una possibile soluzione al problema può essere data dal private equity, quindi dall'entrata di investitori istituzionali nel capitale di rischio. Esistono due forme alternative dell'operazione in oggetto: si può scegliere di compiere il FBIBO (*family business investor buyout*) tramite il quale l'investitore acquista la maggioranza del capitale, prevedendo di poter mantenere la famiglia nell'azionariato con quote di minoranza e/o eventualmente coinvolgere, anche a

¹⁵⁷ Fondazione Nord-Est: i nuovi imprenditori tra giovinezza e maturità, 2006.

¹⁵⁸ SORCI C., La prefigurazione del ricambio generazionale nell'impresa, in AA.VV. Continuità e ricambio generazionale nell'impresa, Milano, Giuffrè.

livello proprietario, figure manageriali interne o esterne di comprovata capacità; in alternativa si possono compiere operazioni di minoranza, mirate al riassetto proprietario interno che vede la liquidazione delle quote dei societari uscenti e il mantenimento del controllo da parte della famiglia, destinataria di benefici derivanti dalla presenza del socio finanziatore¹⁵⁹.

A livello europeo, un studio dell'EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association) dimostra come le operazioni di private equity in Europa, nel recente passato, abbiano permesso nel 31% dei casi di garantire continuità all'impresa e nel 32% di essi di lasciare autonomia alla famiglia¹⁶⁰.

2.7 Family vs Non Family Business: vantaggi e limiti di una famiglia a capo.

Nell'ultimo capitolo di questo elaborato verranno presentati i risultati di una ricerca empirica compiuta sul campo e mirata a confrontare all'interno di una popolazione predefinita, due campioni di riferimento: si avrà da una parte un gruppo d'impresе a conduzione familiare al quale si contrappone un insieme di aziende che non hanno a capo una famiglia.

Detto ciò sembra allora opportuno compiere qui un confronto tra le due realtà coinvolte e presentare i possibili vantaggi, nonché i potenziali limiti che il *family power*, rappresentato dal grado di coinvolgimento della famiglia nella gestione e nella proprietà, genera sui risultati aziendali.

Le risorse dottrinali che affrontano il problema in questione sono numerose e segnalano aspetti positivi e negativi del family business, riferendosi a filoni teorici quali l'*Agency Theory* (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983), la *Resource Based View* (Habbershon e Williams, 1999; Sirmon e Hitt, 2003; Eddleston et al., 2008) e la *Stewardship Theory* (Davis et al., 1997; Donaldson e Davis, 1991; Eddleston e Kellermanns, 2007; Miller et al., 2008). Alcuni studiosi come Le Breton Miller, consigliano un'analisi complementare alle teorie citate,

¹⁵⁹ DAL PIVA G., FURLAN A., Private equity e passaggio generazionale, Finlife Corporate Finance 2013.

¹⁶⁰ Fonte: <http://www.evca.eu/>

così da riuscire a giustificare il legame esistente tra il family effect e la performance dell'impresa: è evidente dunque che la presenza di una famiglia nella proprietà e nel management può essere un vantaggio e/o un limite per la competitività nonché presupposto per un “paradosso”¹⁶¹.

A livello empirico, le ricerche condotte sul campo nazionale e internazionale non sono riuscite a definire in modo permanente il segno di correlazione tra impresa familiare e performance: l'analisi è stata condotta anche separando i due aspetti, proprietà e gestione, quindi sia a livello di FIO (family involvement in ownership), sia in relazione alla FIM (family involvement in management) ma in entrambi i casi il legame con i risultati aziendali non si presenta chiaro.

La valutazione teorica dell'effetto “netto” definitivo, derivante dal confronto tra benefici e limiti, è evidentemente impossibile da calcolare e ciò a causa delle caratteristiche specifiche che ogni realtà aziendale presenta, dell'andamento del settore di appartenenza e del contesto geo-politico ed economico-finanziario considerato¹⁶².

Tornando alla letteratura, dall'analisi di questa è possibile elaborare un elenco di quelli che sono i pro e i contro del fenomeno.

Tra i punti di forza dell'impresa familiare vi sono i seguenti aspetti:

- La riduzione dei costi di agenzia legata alla minore tendenza dei familiari impegnati in azienda di tenere comportamenti opportunistici¹⁶³.
- La visione dell'impresa come valore da preservare e trasmettere alle future generazioni¹⁶⁴.
- Le prospettive mirate al medio/lungo tempo che favoriscono l'elaborazione di strategie di lunga durata, in grado di sostenere la

¹⁶¹ Sciascia e Mazzola (2008); Moores e Barrett (2003).

¹⁶² GALLUCCI C., NAVI G., Family vs Non-Family: un'analisi sulle performance nel wine business, Esperienze d'Impresa n. 2/2011.

¹⁶³ Daily e Dollinger (1991); Chrisman et al. (2004); Corbetta e Salvato (2004).

¹⁶⁴ Casson (1999).

creazione di valore¹⁶⁵ e di definire investimenti efficienti perché in grado di contenere il rischio marginale e il costo correlato¹⁶⁶.

- Infine si ha l'insieme di valori, relazioni e conoscenze che costituisce un bagaglio importante per la famiglia e per i suoi rapporti con gli stakeholder.

Rappresentano invece degli ostacoli allo sviluppo e alla continuità dell'attività aziendale aspetti come:

- La carenza di preparazione dei familiari ai quali sono affidati ruoli di governo¹⁶⁷.
- La ridotta efficacia del *market for corporate control* causata dalla concentrazione della proprietà nelle mani della famiglia¹⁶⁸.
- L'eccessivo protezionismo della famiglia che rappresenta un limite allo sviluppo; questo può inoltre essere uno strumento di esiguità del patrimonio familiare che, però, può essere ostacolato dalla scarsa propensione all'apertura del capitale a terzi quindi da un portafoglio di investimenti non diversificato.
- I conflitti che possono sorgere tra i familiari.

Guardando alla pratica, gli studi condotti da Sciascia e Mazzola nel 2008 hanno rilevato un'influenza non importante della proprietà sulla performance aziendale; molto evidente sembra invece essere il rapporto quadratico negativo che lega quest'ultima alla presenza di familiari nel management¹⁶⁹.

Confrontando in modo diretto le imprese familiari e quelle non familiari, le ricerche riportano alcune particolarità derivanti dal raffronto: dall'analisi condotta su due campioni di popolazione dalle caratteristiche simili e la cui

¹⁶⁵ Miller e Le Breton Miller (2006); Sraer e Thesmar (2007).

¹⁶⁶ McNulty et al. (2002); Zellweger (2007).

¹⁶⁷ Piantoni (1990).

¹⁶⁸ Barclay e Holderness (1989).

¹⁶⁹ SCIASCIA S., MAZZOLA P., Family Involvement in Ownership and Management: Exploring Nonlinear Effects on Performance, Family Business Review. Dec2008, Vol. 21 Issue 4, p331-345. 15p. 3 Charts, 1 Graph.

differenza è data dalla presenza o meno della famiglia al potere, si è evidenziato che il CEO nella family business è in genere più “anziano” ma che il livello di istruzione dei manager è simile per entrambe le realtà.

Le imprese familiari si dimostrano inoltre meno propense alle esportazioni ma in grado di creare maggior profitto accompagnato però da una crescita più lenta.

In generale, dunque, le numerose differenze che la letteratura cita per i due soggetti considerati e in precedenza qui sopra riportate sembrano non essere reali, soprattutto se si guarda al tema delle strategie, delle prospettive future e della percezione dell’ambiente circostante¹⁷⁰.

¹⁷⁰ JORISSEN A., LAVEREN E., MARTENS R., REHEUL A., Real Versus Sample-Based Differences in comparative Family Business Research, *Family Business Review* September 2005 18: 229-246.

PARTE II

CAPITOLO TERZO

IL VALORE AZIENDALE: PERCORSO E METODI PER LA SUA DEFINIZIONI E PECULIARITÀ IN TEMA DI FAMILY BUSINESS

Sommario: 3.1 Dal capitale al valore aziendale; 3.2 Il valore e le sue configurazioni; 3.3 Dinamiche della valutazione; 3.4 I possibili metodi per arrivare al valore; 3.5 Le peculiarità del valore nelle family business.

Nei capitoli precedenti si sono messe a fuoco le caratteristiche del fenomeno protagonista di questo elaborato, presentando anche le peculiarità in tema di rapporto tra l'impresa e la famiglia, organizzazione e problemi specifici del caso. Data la finalità dell'analisi empirica, incentrata sulla misura del maggior valore creato o distrutto da queste realtà sul mercato, si è ritenuto opportuno dedicare la seconda parte del lavoro al concetto del valore e al modo in cui tale misura possa essere configurata e misurata.

3.1 Dal capitale al valore aziendale

“Il valore di un qualsiasi oggetto corrisponde al sacrificio che si è disposti a sopportare per poterne acquisire la disponibilità”¹⁷¹: è questa una delle definizioni che possono essere associate al concetto in questione. Quando si parla del valore in generale, si fa quindi riferimento ai benefici da esso attesi, perché ogni sacrificio viene fatto con l'obiettivo di trarne dei risultati. Le aspettative dipendono sicuramente dalla persona che le elabora e da ciò deriva la caratteristica principale del valore, cioè la sua soggettività, quindi il legame esistente tra il suo ammontare, il punto di vista di colui che compie la valutazione stessa e l'incertezza del futuro. Scendendo nel particolare campo dell'economia, il valore è quello che scaturisce dalla valutazione fatta nell'ottica di un investitore di capitali che impiega risorse proprie con lo scopo di trarre la

¹⁷¹ DONNA G., La creazione di valore nella gestione dell'impresa, op. cit., p. 65.

maggior quantità di denaro possibile da tale impiego. Nella valutazione è anche necessario considerare il fattore *tempo* in quanto, a una somma disponibile oggi è associato sicuramente un valore maggiore legato alla possibilità di compiere impieghi immediati che generano reddito. Il calcolo del valore di un capitale è dato quindi dai *flussi di cassa monetari futuri* che si renderanno disponibili, *attualizzati* al tasso di rendimento riconosciuto all'investitore da un *impiego alternativo*, caratterizzato dallo stesso livello di *rischiosità*¹⁷².

Per arrivare al concetto di valore in campo aziendale è necessario prima parlare di capitale.

Il capitale di un'azienda è una grandezza che può essere intesa in senso *qualitativo*, quindi come *un complesso di condizioni positive e negative, di produzione coordinate, pertinenti all'azienda in un dato istante*¹⁷³, ovvero in senso *quantitativo*. In quest'ultimo caso, però, subentrano numerosi aspetti che è opportuno considerare e che rendono la definizione in questione soggetta a più configurazioni, dipendenti dal processo di valutazione adottato, nonché dallo scopo per il quale la stima viene compiuta. A tal proposito è possibile distinguere tipologie di capitale diverse:

- (1) *Capitale di funzionamento* inteso come l'insieme di elementi attivi e passivi legati all'interno di un sistema, detto appunto *sistema di valori*. In questo particolare contesto, gli elementi vengono valutati non solo singolarmente ma anche come parte integrante di un modulo combinatorio, dal quale scaturiscono delle sinergie (valutazione analitica-sistematica). La logica di valutazione adottata è quella di un'azienda in funzionamento; i criteri utilizzati sono dettati dal Codice Civile e

¹⁷² DONNA G., La creazione di valore nella gestione dell'impresa, CAROCCI EDITORE, 1999.

¹⁷³ GONNELLA E., Logiche e metodologie di valutazione d'azienda – Valutazione stand-alone, op. cit., p. 23.

richiamano i principi nazionali e internazionali¹⁷⁴. Questa configurazione risulta strumentale alla determinazione del reddito d'esercizio.

- (2) *Capitale di costituzione* dato dal capitale presente in azienda nel momento in cui ha inizio la propria attività, quindi dai conferimenti compiuti dai soci: se questi sono interamente in denaro allora l'ammontare del capitale è facilmente calcolabile; qualora invece vi siano anche apporti di beni in natura sarà allora necessario compiere la stima del loro valore per determinare le quote spettanti ad ogni socio e non sovrastimare il capitale stesso.
- (3) *Capitale di liquidazione*, il cui ammontare deriva dall'analisi degli elementi che lo compongono, considerati in via autonoma e non come parte di un sistema. In questo caso l'azienda viene valutata perché soggetta a liquidazione quindi destinata a cessare la propria attività; il capitale investito verrà monetizzato con lo scopo di soddisfare i creditori sociali e suddividere l'eventuale rimanenza tra i soggetti aventi diritto. Il valore complessivo deriva dalla somma dei valori delle singole componenti, escludendo le potenziali sinergie quindi i contributi alla produzione di reddito. L'ammontare delle passività verrà calcolato al valore di presunta estinzione mentre quello delle attività al potenziale valore di realizzo.¹⁷⁵
- (4) *Capitale di trasferimento*, o capitale economico, la cui valutazione¹⁷⁶ avviene pensando all'azienda come un complesso unitario e inscindibile,

¹⁷⁴ GONNELLA E., Logiche e metodologie di valutazione d'azienda – Valutazione stand-alone.

¹⁷⁵ GONNELLA E., Logiche e metodologie di valutazione d'azienda – Valutazione stand-alone.

¹⁷⁶ La determinazione del capitale economico viene compiuta secondo i criteri propri della valutazione d'azienda: con tale termine si intende l'attività di indagine e di studio con la quale il soggetto valutatore riesce ad esprimere il valore in termini monetari, quindi il processo logico di individuazione del valore del capitale economico dell'azienda, risultante dalla valutazione unitaria dell'intero sistema d'impresa con le sue articolazioni sistematiche di beni, persone e relativa organizzazione, sia verso l'intera azienda che verso il mercato esterno. È possibile distinguere la valutazione *formale*, detta anche perizia di stima con la quale, attraverso un

preordinato alla realizzazione dei risultati futuri, e in funzione della sua capacità di remunerare l'investitore. La determinazione del capitale in quest'ultima versione avviene, nella maggior parte dei casi, per scopi di trasferimento, quindi con la proiezione dell'impresa e della sua attività nel futuro. Esso non deriva dalla differenza di valori attivi e passivi ma è funzione delle capacità di reddito prospettiche quindi degli utili attesi e del rischio che grava su di essi.

Conosciuto anche con il nome di *valore economico aziendale*, “il capitale in questione non è un fondo di valori diversi e coordinati, ma un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri”¹⁷⁷ il cui ammontare deriva dalla seguente formula matematica, elaborata da Gino Zappa¹⁷⁸:

$$W = \frac{R}{i}$$

dove W è il capitale economico, R è il reddito futuro atteso in normali condizioni di operatività e infine i è il tasso di redditività che presenta un rapporto diretto con il livello di rischio al quale è esposta l'impresa in questione.

percorso logico, si arriva al valore finale, dalla valutazione *informale* con la quale invece il perito si limita a comunicare il valore stimato senza però rifarsi alla strada seguita per determinarlo; una seconda classificazione è quella che distingue la valutazione *obbligatoria*, elaborata per doveri normativi, da quella *volontaria* compiuta invece per richieste da parte dell'azienda stessa. –GONNELLA E., Logiche e metodologie di valutazione d'azienda – Valutazione stand-alone, Pisa University Press, 2013.

¹⁷⁷ ZAPPA G., Il reddito di impresa : scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali, Giuffrè – Milano, 1950.

¹⁷⁸ Gino Zappa (1879 - 1960) è stato uno dei principali innovatori degli studi di ragioneria e di economia aziendale. Le sue opere hanno dato rigore teorico e fondamento scientifico a queste discipline, unificando diversi campi di ricerca per uno studio dell'azienda considerata nella sua unità dinamica e in relazione con i fenomeni di mercato. E hanno fornito premesse rigorose al successivo sviluppo degli studi aziendali nei settori del marketing e della logistica.

Si è appena detto che il contesto nel quale viene solitamente calcolato il valore economico è quello del trasferimento, quindi della cessione dell'azienda a terzi soggetti che, per concludere la negoziazione, pagheranno un prezzo.

Il *prezzo* è dunque diverso dal valore perché non deriva da una stima compiuta da un determinato soggetto ma, bensì, dall'incontro tra la domanda e l'offerta e, per la sua determinazione, entrano in gioco numerosi fattori di stampo soggettivo tra cui gli interessi personali extra economici, la forza contrattuale e le abilità negoziali delle parti ma anche le modalità di pagamento dell'operazione in analisi: è evidente però che il valore economico, risultato dalla perizia di stima, rappresenterà la base per le trattative¹⁷⁹.

La negoziazione dalla quale scaturisce il prezzo, viene compiuta tra due parti, ognuna delle quali associa all'azienda un valore, calcolato in base ai propri interessi e alle proprie prospettive. Nel caso in cui il valore aziendale elaborato dal compratore sia superiore rispetto a quello definito dal venditore, sarà allora possibile compiere una trattativa e stabilire un prezzo, intermedio rispetto ai limiti dell'intervallo costituiti dai due valori di parte, più vicino ad un estremo piuttosto che all'altro, a seconda della maggiore forza contrattuale dei protagonisti. Qualsiasi sarà il prezzo stabilito, entrambi i soggetti creeranno valore e la strategia attuata verrà appunto nominata *win-win*.

Nel caso opposto, ossia quando il valore minimo richiesto dal venditore è maggiore rispetto a quello massimo che il compratore è disposto a pagare, mancheranno i margini per negoziare, la trattativa non sarà possibile quindi non si riuscirà a determinare un prezzo finale.

3.2 Il valore e le sue configurazioni

Si è appena visto che in base alle esigenze e quindi alla situazione in cui si trova l'azienda, è possibile determinare più configurazioni di capitale, ognuna delle quali, utilizzando criteri diversi di stima, arriva ad un valore aziendale differente

¹⁷⁹ FERRERO G., La valutazione economica del capitale d'impresa, Giuffrè 1966.

da quello calcolato sulla base di altri principi. Da ciò deriva la conclusione che, in base all'ottica valutativa, anche per il valore esistono numerose configurazioni e sarà necessario sapere, prima di avviare il processo di stima stesso, quale si vuole calcolare.

“Valutare il capitale economico di un'azienda significa stimare il valore che essa ha per i detentori del capitale di rischio, dopo averla osservata per come si presenta, indipendentemente da un eventuale suo trasferimento e, allo stesso tempo, indipendentemente dalle possibilità soggettive di eventuali terzi potenzialmente interessati ad una prospettata acquisizione”¹⁸⁰.

Dalla definizione sopra si individuano due requisiti: quello *oggettivo* secondo il quale la valutazione deve essere strumentale al trasferimento e quello *soggettivo* che, invece, richiede che la stima sia fatta da un soggetto di parte, quindi non coinvolto negli interessi delle aziende.

La presenza di entrambi i criteri è tipica del cosiddetto capitale economico “in senso stretto”: in questo contesto il valutatore indipendente arriverà alla determinazione del valore compiendo una stima non influenzata dagli effetti del trasferimento e dagli interessi delle parti. Si parla infatti di *valore stand alone*, perché non tiene conto delle sinergie derivanti dall'integrazione tra più entità e considera l'azienda nel suo stato attuale, cioè in ottica “*as is*”. L'importo al quale si perviene potrà dirsi *generale e neutrale*, data l'imparzialità del soggetto valutatore. Anche se elaborato sulla base di condizioni oggettive, quello ottenuto sarà comunque un valore soggettivo perché deriva da una stima ed è basato su ipotesi, tra cui quella della spontanea evoluzione del business model.

In teoria questo valore dovrebbe coincidere con quello al quale l'azienda verrebbe ceduta perché espressione della sua attuale capacità reddituale e di quella acquisibile nel breve periodo. In pratica però ciò non sempre si verifica per via degli effetti economico- finanziari che la tipologia di trasferimento scelto comporta al soggetto acquirente: si parla di conseguenze soprattutto in campo

¹⁸⁰ MUSAIO A., Il capitale d'impresa. Configurazione e valutazione, in Montrone A. – Musaiò A. (a cura di) Capitale e operazioni straordinarie, Mc Grawhill, Milano, p. 32.

fiscale che rappresentano dei correttivi in aumento o in diminuzione del valore economico del capitale e che è opportuno considerare¹⁸¹. È evidente quindi che in capo ad un'azienda è possibili ricondurre un solo valore economico del capitale ma una molteplicità di valori teorici, uno per ogni tipologia di trasferimento attuabile.

Alla valutazione in senso stretto qui sopra descritta si contrappone quella priva del requisito soggettivo perché compiuta da un *valutatore di parte*, un soggetto non imparziale, che elabora la stima nell'ottica di uno specifico investitore come ad esempio può essere un potenziale acquirente, quindi tenendo conto delle condizioni oggettive ma anche degli effetti che l'operazione potrà avere sulle parti coinvolte: un esempio sono le sinergie, sia in senso positivo sia in senso negativo, che possono scaturire dall'operazione,.

A seconda del soggetto in base al quale la valutazione imparziale viene compiuta è possibile pervenire, come già detto, a più valori di parte che si differenzieranno l'uno dall'altro per via di:

- Asimmetrie informative, nonostante l'elaborazione della due diligence¹⁸² con la quale viene svolta un'indagine sulla società sulla quale i soggetti richiedenti la valutazione hanno un interesse, la base informativa delle parti coinvolte rimarrà comunque diversa e a favore del cedente che avrà a propria disposizione una quantità di informazioni sicuramente maggiore.

¹⁸¹ MUSAIO A., Valore economico del capitale, prezzo teorico di trasferimento e “correttivi fiscali”, in Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, settembre-ottobre 2001.

¹⁸² La due diligence è l'attività organizzata finalizzata alla raccolta e alla verifica delle informazioni di natura patrimoniale, finanziaria, economica, gestionale, strategica, fiscale ed ambientale relativamente ad una azienda in modo da ottenere una fotografia particolareggiata della realtà in essere. Per la sua conduzione spesso si ricorre all'aiuto di esperti in campo, come advisors e consulenti; è inoltre indispensabile l'approfondimento di due particolari temi quali (1) le debolezze sul business e (2) il perimetro di rischi finanziari, legali e fiscali ai quali l'azienda è esposta.

Lo scopo di questa particolare analisi è quello di elaborare dei Piani con determinati obiettivi di rendimento dell'investimento in essere. (MARIANI G., Dalla crisi alla creazione di valore: il processo di Turnaround, Pisa University Press 2012, pp.22-23).

- Divergenza di interessi economici tra le parti dato che le motivazioni del trasferimento dell'entità aziendale che animano l'acquirente saranno diverse rispetto a quelle del cedente.

Se al *valore economico del capitale*, derivante da un'impostazione stand alone, si aggiungono quindi componenti di natura soggettiva e aleatoria si arriverà al *valore potenziale del capitale*, proiettato nel medio-lungo periodo quindi nella capacità reddituale potenziale che l'impresa può acquisire nel corso del tempo attraverso una crescita o all'attuazione di varie strategie possibili. In tale contesto l'importo al quale si giunge non tiene conto delle sinergie in capo all'operazione. Infine, un'ultima configurazione è quella del *valore di mercato* cioè il valore attribuito all'azienda sulla base dell'andamento della domanda e dell'offerta nel momento in cui la valutazione viene compiuta. Suddetto valore è facilmente reperibile per le società quotate, dato che è rappresentato dal prezzo dei titoli negoziati; per le imprese non presenti in borsa invece, dipenderà dall'osservazione dei prezzi di aziende simili, dette appunto, imprese target.

Anche se molto diverso dal valore economico, perché stimato con tecniche e modalità differenti, il valore di mercato rappresenta una configurazione molto utile “e ciò, soprattutto, quando dell'azienda si ricerca il valore teorico di trasferimento; in tale circostanza, infatti, atteso che la valutazione del capitale economico possa essere affetta da numerosi elementi di soggettività e di incertezza, il possibile valore di mercato può risultare un elemento di confronto e di conforto essendo basato, questo, almeno su un elemento oggettivo e cioè sui prezzi effettivamente praticati”¹⁸³

Nella realtà si ricorrerà alla determinazione del valore economico del capitale nei casi di stima richiesta da obblighi legali; qualora l'obiettivo fosse invece quello di avere un valore di parte, comprensivo degli interessi di una controparte, allora sarà necessario pervenire al valore potenziale in senso stretto.

¹⁸³ MUSAIO A., *Il capitale d'impresa. Configurazione e valutazione*, op. cit., p. 36.

A quest'ultimo si affiancano (1) il *valore sinergico di acquisizione* o valore potenziale in senso lato¹⁸⁴, elaborato dal potenziale acquirente, che non tiene conto solo delle capacità che l'azienda può acquisire nel medio-lungo periodo (miglioramenti gestionali) ma anche dei vantaggi che l'acquisizione può generare: in ciò risiede la principale differenza rispetto al valore potenziale in senso stretto; (2) il *valore sinergico di cessione*, elaborato dal venditore qualora però ad essere ceduta sia una parte di un tutto quindi un ramo dell'azienda o una società appartenente ad un gruppo: in tal caso si parlerà di dispersione di valore quindi di perdita di sinergie già in atto.

Come anche il filosofo greco Aristotele sosteneva, “*Il tutto è maggiore della somma delle sue parti*”, quindi dalla negoziazione e, in generale, dalle operazioni di Merger & Acquisition (M&A) tra due o più realtà aziendali, derivano dei vantaggi, riconducibili principalmente all'aumento delle entrate monetarie per migliori canali di vendita, a programmi più efficienti di marketing, alla concorrenza, e/o alla riduzione dei flussi in uscita grazie al raggiungimento di economie di scala ovvero alla riduzione dei “*duplicate costs*” relativi all'area di R&D e dell'amministrazione¹⁸⁵.

Gli aspetti qui elencati vengono definiti dalla dottrina con il termine di *sinergie* e suddivise in quattro macro classi:

1. *Sinergie finanziarie*, riguardanti l'area finanziaria, comportano dei vantaggi in termini di migliori condizioni d'indebitamento e minor costo del capitale.
2. *Sinergie di mercato*, relative all'entrata in nuovi mercati nonché all'acquisizione di maggiori quote di questi grazie all'unione con aziende concorrenti che permettono di avere vantaggi competitivi.

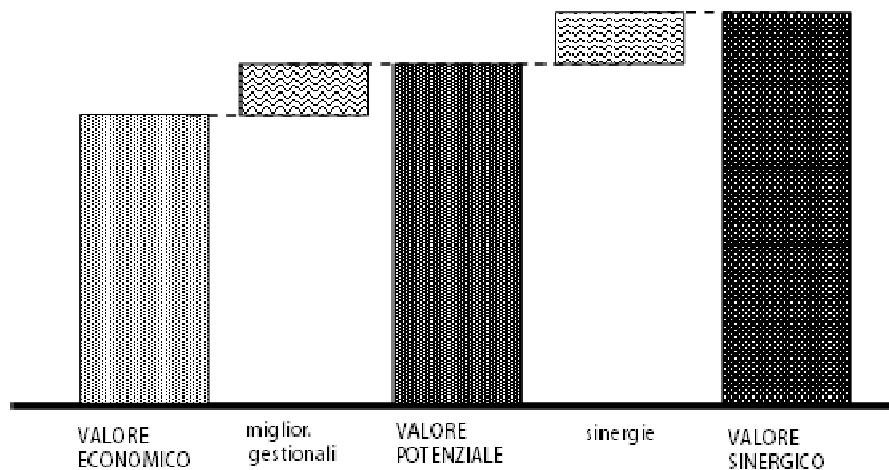
¹⁸⁴ GONNELLA E., Logiche e metodologie di valutazione d'azienda – Valutazione standalone, Edizioni PLUS 2008.

¹⁸⁵ LOOMER S., HARINGTON A., Sharing Synergies, in “Value Added”, Cole & Partners, Volume 9, n. 1, January 2003.

3. *Sinergie fiscali*, cioè vantaggi derivanti da agevolazioni relative a oneri tributari. Tali agevolazioni possono essere conseguite ad esempio attraverso il decentramento di società in Paesi in cui è prevista una minore pressione fiscale.
4. *Sinergie operative*, sono ricollegate a risparmi in termini di costo o di capitale investito e a maggiori ricavi quindi al raggiungimento di economie di scala derivanti dall'utilizzo ottimale delle risorse materiali e immateriali, condivise tra più unità operative. Le sinergie in oggetto hanno natura tangibile perché ricondotte a risorse fisicamente identificabili¹⁸⁶.

Il passaggio dal capitale economico al capitale sinergico comporta sicuramente un aumento del valore associato all'azienda e ciò grazie ai miglioramenti gestionali e alle sinergie inserite nell'analisi svolta¹⁸⁷ (Vedi Figura 11).

Figura 11 Configurazioni di valore aziendale



Fonte - GONNELLA E., *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*

¹⁸⁶ DONNA G., *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci 1999, p. 258.

¹⁸⁷ MERCER, *Valuing Enterprise*, op.cit., p. 92.

3.3 Dinamiche della valutazione

La valutazione del capitale economico viene richiesta, nella maggior parte dei casi, per motivi legati alla formazione del bilancio, ovvero alla formulazione di strategie, oppure per operazioni da compiere sul capitale: quest'ultima ipotesi è quella più ricorrente perché riguarda azioni di trasferimento dell'azienda o di parte di essa, nonché atti di fusione e scissione per i quali è necessario calcolare il rapporto di concambio, ovvero aumenti di capitali che richiedono la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni.

Questi sono solo alcuni esempi per i quali diventa opportuno compiere una stima del valore dell'azienda: attraverso la sua dinamica sarà inoltre possibile misurare la performance dell'attività d'impresa.

Se si guarda all'oggetto di stima, è possibile individuare tre casi:

1. La valutazione dell'azienda in senso stretto, quindi di tutti i suoi componenti attivi e passivi.
2. La valutazione del ramo d'azienda¹⁸⁸, vale a dire di unità operative che si presentano come un sistema coordinato di elementi, produttrici di reddito e, delle quali è possibile determinare un valore proprio.
3. La valutazione di una partecipazione del capitale, che richiede l'analisi di diversi fattori tra i quali di fondamentale importanza è la quota di capitale da essa rappresentata. Qualora, infatti, il possesso comporti il controllo della società, allora il suo valore non potrà essere calcolato sulla base di una semplice percentuale perché dovrà comprendere un importo rappresentante il cosiddetto premio di maggioranza che sarà tanto più alto

¹⁸⁸ “In sostanza possiamo parlare di ramo d'azienda quando il complesso ceduto assume un significato come sistema piuttosto che come aggregato. I singoli elementi ceduti acquistano, in questo modo, un valore in funzione del loro orientamento all'attività e non in relazione al loro contenuto patrimoniale” (MUSAIO A., *Il trasferimento di ramo d'azienda*, Milano, Franco Angeli, 2002, p. 15).

quanto più ci si allontana dalla partecipazione totalitaria, dato che il socio deterrà il controllo attraverso un investimento contenuto¹⁸⁹.

Indipendentemente dalla tipologia di occasione per la quale la stima del capitale economico viene richiesta, la valutazione dovrà comunque presentare le caratteristiche qui di seguito elencate:

- *Generalità*, vale a dire essere indipendente dalle caratteristiche delle parti coinvolte e dal loro potere contrattuale.
- *Razionalità*, quindi giungere ad un valore monetario seguendo uno schema logico e chiaro.
- *Dimostrabilità*, cioè attendibilità e obiettività dei valori inseriti nella formula utilizzata per il calcolo del capitale.
- *Stabilità*, secondo la quale gli elementi considerati nel calcolo del valore devono essere al netto delle componenti straordinarie e occasionali¹⁹⁰.

A livello internazionale vigono delle regole di comune accettazione che è necessario rispettare nell'ambito considerato, principi elaborati¹⁹¹ nel corso del tempo in risposta ai numerosi fallimenti riscontrati alla fine del ventesimo secolo: è possibile distinguere le regole di carattere generale, tra le quali troviamo quelle qui sopra elencate, che si applicano indipendentemente dallo scopo per il quale la valutazione viene compiuta e hanno rilevanza ex-post dato che servono per definire la correttezza del processo valutativo, da quelle

¹⁸⁹ RICCIARDI A., La valutazione d'azienda e i suoi metodi, Dicembre 2012, <http://www.antonioricciardi.it>.

¹⁹⁰ RABUINI L., Metodologie di stima del capitale economico delle aziende, <http://www.borsaitaliana.it>.

¹⁹¹ La formulazione di uno dei primi corpus di principi in tema di valutazione d'azienda può essere attribuita all'associazione paragonativa americana *The Appraisal Foundation* che presentò, nel 1989, l'Uspap (*Uniform Standards of Professional Appraisal Practice*), regole inizialmente mirate alla determinazione del valore di immobili e altri cespiti tangibili ma che con il tempo hanno coinvolto anche la stima di intangibles assets e di pacchetti azionari.

specifiche, richieste soltanto nell'ambito di particolari operazioni tra cui ad esempio la fusione o il conferimento¹⁹².

Definita in modo generale la valutazione, è adesso necessario parlare del percorso da compiere per arrivare al valore dell'azienda, vale a dire del *processo valutativo*, definito come "l'insieme coordinato di decisioni e operazioni aventi per oggetto la valutazione di un complesso aziendale (azienda o ramo d'azienda) o i titoli rappresentativi del capitale di una società (pacchetti azionari o quote societarie)"¹⁹³. Esso può essere visto come un processo decisionale poiché l'esperto chiamato a compiere la valutazione dovrà scegliere la soluzione più logica tra quelle disponibili, in base all'obiettivo prefissato (fusione, acquisizione ecc...).

A livello mitteleuropeo, si individuano al suo interno *tre livelli di decisione*:

I. Logica valutativa, approccio generale al quale il perito si ispira, la prospettiva da esso accolta e che rappresenta l'impianto di fondo della valutazione stessa. Secondo la dottrina, le principali logiche, cioè le principali fasi complementari del processo, sono le seguenti: in primis verrà deciso il tipo di formula imprenditoriale che si vuole associare all'azienda e in base a tale decisione si provvederà alla valutazione *as-is* ovvero a quella potenziale; successivamente si discuterà sulla struttura, quindi se mantenere il modello attuale di vita autonoma oppure integrare l'impresa ad un'altra realtà e considerare le possibili sinergie che da questa operazione potranno nascere; in seguito si valuterà l'ipotesi di un possibile smembramento e, infine, si deciderà se diversificare l'attività e

¹⁹² I principi specifici più comuni sono quelli che richiedono (1) coerenza e omogeneità dei metodi utilizzati per la stima, (2) un'analisi compiuta in ottica stand-alone secondo la quale le unità coinvolte nell'operazioni vengono valutate come unità disgiunte quindi al netto di eventuali vantaggi o svantaggi che l'operazione può comportare, (3) valutazione in ipotesi di continuità gestionale.

¹⁹³ GONNELLA E., Logiche e metodologie di valutazione d'azienda – Valutazione stand-alone, op. cit., p. 42.

trasformarla in un modello multibusiness¹⁹⁴ ovvero mantenere la formula di monobusiness.

II. Metodi di valutazione, spesso utilizzati dal valutatore in modo combinato così da avere un valore più preciso dell'impresa posta in analisi. I metodi previsti in dottrina sono numerosi, quindi è opportuno scegliere quelli più indicati al caso specifico. Si distinguono:

- i. Metodo basato su *grandezze flusso*, cioè sulla capacità operativa di generare reddito, quindi sui flussi reddituali (metodo reddituale) o finanziari (metodo finanziario) prodotti dall'impresa. L'attenzione, qualora si applicasse questa metodologia, verrà focalizzata sulla gestione caratteristica.
- ii. Metodo basato su *grandezze stock*, quindi sulla struttura patrimoniale della società, con i quali si compie una stima analitica dei singoli asset e del loro valore di sostituzione ma non si fa alcun riferimento alla capacità di generare reddito. Si sceglierà questo metodo, detto patrimoniale, qualora l'impresa presenti un consistente patrimonio: sarà invece insensato applicarlo alle società e-commerce, in cui la struttura e il magazzino sono ridotti al minimo indispensabile. Limite di tale metodo è la mancata considerazione dell'avviamento.
- iii. Metodo *misto*, chiamato così perché combina insieme grandezze stock e grandezze flusso. Questo migliora il metodo patrimoniale perché alla valutazione della struttura unisce quella relativa alla capacità di generare flussi di cassa e inoltre considera il valore stimato dell'avviamento: al suo interno si distinguono (a) il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento e (b) il metodo basato sull'EVA®¹⁹⁵.

¹⁹⁴ Qualora si decidesse di mantenere il modello monobusiness, sarà necessaria un'analisi di insieme perché l'impresa verrà considerata come fonte di un flusso di reddito. Nel caso opposto di impresa multibusiness, si dovrà applicare il metodo "sum of parts" pensando ad ogni unità come componente a se stante da sopporre a valutazione.

¹⁹⁵ L'EVA® (Economic Value Added) è un indicatore di performance che verrà trattato in seguito, nel corso del quarto capitolo.

iv. Metodo *di mercato*, anche detto metodo dei multipli, è tipico dei paesi anglosassoni dai quali è stato importato. In queste realtà la valutazione è una prassi molto diffusa e sviluppata e, inoltre, i mercati sono efficienti: quest'ultima è una condizione fondamentale dato che tale approccio fa riferimento ai prezzi negoziati in borsa o tramite transazioni private. Si parlerà infatti di approccio delle società comparabili qualora la società in oggetto sia quotata, di approccio di transazioni comparabili nel caso contrario.

Data la molteplicità di multipli esistenti nella pratica attuale, risulta difficile compiere la scelta del giusto metodo valutativo da applicare.

III. Parametri valutativi, sono anche definiti con il nome di *leve del valore* e rappresentano variabili estimative alla base di uno specifico metodo di valutazione: un esempio sono i tassi di attualizzazione e capitalizzazione, i flussi di cassa e i tassi di crescita. Si possono classificare in espliciti, perché presenti chiaramente nelle formule applicate per la determinazione del valore, ed implicite, definite in tal modo perché non espressamente utilizzate ma fondamentali per il calcolo di quelle esposte nelle formule. È necessario che esista la coerenza tra i parametri utilizzati, quindi che a flussi nominali vengano applicati tassi nominali e che a flussi reali vengano applicati tassi reali¹⁹⁶.

3.4 I possibili metodi per arrivare al valore

Visto il percorso da seguire, nonché i livelli decisionali che portano alla definizione del valore dell'unità operativa, è necessario adesso approfondire il secondo passo del processo valutativo, cioè fare un quadro delle possibili metodologie utilizzabili per il compimento della stima.

¹⁹⁶ GONNELLA E., Logiche e metodologie di valutazione d'azienda – Valutazione standalone, Edizioni PLUS 2008, pp. 42-49.

La scelta del metodo deve essere compiuta in conformità a un'analisi che tenga conto di vari fattori, tra i quali sicuramente vi sono il settore di appartenenza della società e il suo status¹⁹⁷. Comune però a tutte le metodologie elaborate dalla dottrina è la “formula teorica fondamentale”, dalla quale è possibile rilevare le quattro leve del valore:

$$W = R \cdot a_n | i$$

dove R = redditività aziendale;
 n = durata della redditività aziendale;
 i = tasso di capitalizzazione.

La prima leva, rappresentata da R , misura il reddito medio atteso cioè il reddito che, in normali condizioni di operatività, la società sarà in grado di generare nel futuro. Tale grandezza potrà essere trasformata in valore d'azienda attraverso una capitalizzazione: dalla formula è possibile rilevare il rapporto diretto esistente tra questi due parametri, infatti, fermo restando le altre grandezze, all'aumentare della redditività potenziale anche il valore associabile all'impresa subirà un incremento.

La seconda leva è invece data dall'arco temporale di tempo, n , in un cui la redditività verrà prodotta nonché quindi la sua durata. Se l'orizzonte temporale tendesse all'infinito allora tale formula risulterebbe pari ad una rendita perpetua. Anche in questo caso, a parità di tutti gli altri parametri, all'allungarsi dell'orizzonte temporale in cui la redditività verrà prodotta, il valore della società crescerà.

Ultimo parametro esplicito è il tasso di capitalizzazione applicato, dato dalla somma di due componenti (le rimanenti due leve), rappresentanti due parametri impliciti quali:

¹⁹⁷ LIBERATORE G., La valutazione delle PMI, Franco Angeli, 2010.

- r , cioè la remunerazione offerta da un investimento alternativo privo di rischio. Data l'inesistenza di un'operazione completamente non rischiosa, si considera r pari alla remunerazione dei titoli di Stato che, pur avendo rischio minimo, promettono comunque una remunerazione al soggetto poiché egli si sia privato delle somme investite.
- s , ovvero il premio per il rischio da sommare al precedente termine per remunerare l'investitore dell'aggiuntivo rischio ricollegato all'attività d'impresa. Quest'ultima, infatti, non assicura al soggetto socio un ritorno per il capitale versato: all'aumentare della rischiosità, il premio in oggetto richiesto sarà sicuramente più elevato e, di conseguenza, il tasso di capitalizzazione applicato alla formula sopra aumenterà, causando un abbattimento del valore dell'impresa¹⁹⁸.

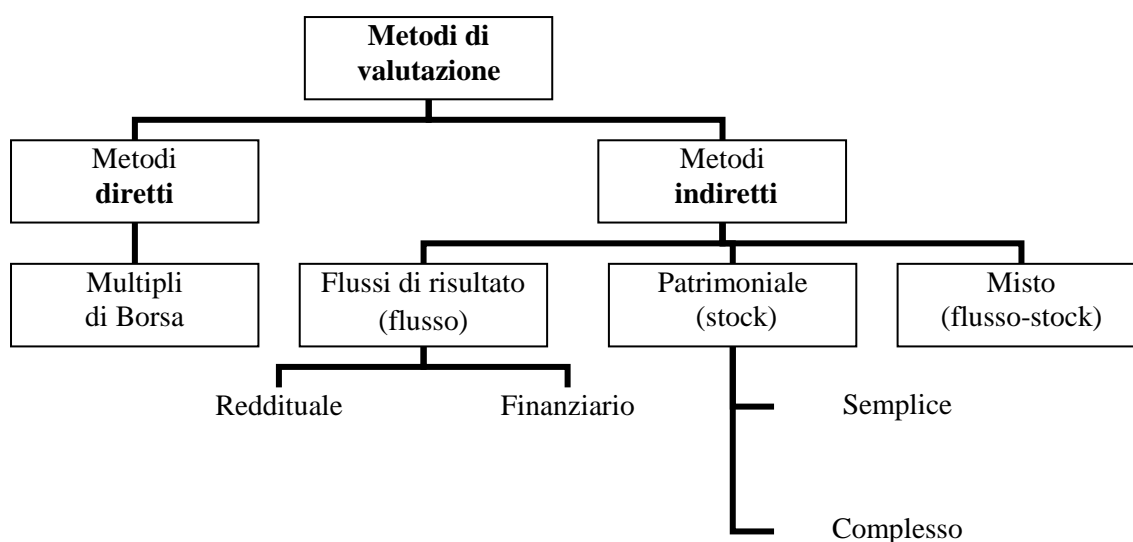
Poiché non esiste un metodo ottimale applicabile per la stima del valore economico del capitale, la scelta deve considerare diversi elementi come ad esempio il settore di appartenenza, lo scopo della valutazione e il contesto economico in cui l'impresa opera. Per tal motivo nella prassi si tende ad utilizzare più metodologie in contemporanea: la scelta ottimale vedrebbe l'accostamento di due metodi appartenenti a categorie opposte, ad esempio uno basato su grandezze flusso e uno su variabili stock. Una ricerca condotta in Italia tra il 2004 e il 2007 rivela che i valutatori tendono invece ad applicare metodi della stessa categoria ovvero tutti o quasi tutti quelli previsti dalla teoria per poi arrivare al valore finale tramite la media dei risultati ottenuti in precedenza¹⁹⁹.

¹⁹⁸ GONNELLA E., Logiche e metodologie di valutazione d'azienda – Valutazione standalone, Edizioni PLUS 2008, pp. 40-42.

¹⁹⁹ FERRERO O., La valutazione d'azienda nelle operazioni di M&A. Un'analisi delle principali scelte valutative, Quaderno Monografico RIREA, n. 77, 2009.

In base al ruolo rivestito dai metodi applicati è possibile distinguere l'approccio *gerarchico*, nel quale vi è l'impiego esclusivo di un metodo, detto principale, e uno di controllo, per la verifica del valore ottenuto con il precedente; quello *sintetico* con il quale si determina il valore dell'azienda compiendo una media semplice o ponderata degli importi ottenuti dai metodi applicati; è possibile anche utilizzare più metodi e definire un range di valori entro il quale poi scegliere quello da associare all'azienda; infine si parla di approccio *misto* con il quale il valore principale deriva da una media o viene scelto all'interno di un intervallo di valori e poi verificato attraverso un metodo di controllo²⁰⁰.

Figura 12 I metodi di valutazione



Come si può osservare dalla Figura 12, i metodi previsti dalla dottrina possono essere raggruppati in due macro classi: da una parte si hanno i metodi diretti, ricollegati a grandezze relative ai prezzi di mercato delle quote di capitale dell'azienda oggetto di valutazione; a questi si contrappongono quelli indiretti che utilizzano grandezze flusso e/o stock per arrivare al valore dell'azienda²⁰¹.

Partendo dall'analisi dei metodi indiretti, una successiva suddivisione viene compiuta in base alla tipologia di dati utilizzati per effettuare la stima: si avranno infatti da una parte il metodo reddituale e quello finanziario, entrambi basati su

²⁰⁰ BINI M., GUATRI L., Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, UBE 2005, pp.

²⁰¹ RABUINI L., Metodologie di stima del capitale economico delle aziende, <http://www.borsaitaliana.it>.

grandezze flusso e considerati i più razionali dato che aderiscono alla teoria economica sulla corretta valutazione degli investimenti; dall'altra parte si avrà il metodo patrimoniale che invece utilizza grandezze stock.

Metodo reddituale

Esprime il valore dell'azienda sulla base della sua capacità reddituale futura, quindi attualizzando o capitalizzando il reddito medio prospettico ad un tasso definito congruo e per un tempo pari alla vita utile dell'impresa che può però essere definita o indefinita.

Si possono individuare due versioni di tale modello di stima, il "semplice" basato sui processi di capitalizzazione, e il "complesso" dove invece ad essere utilizzata è l'attualizzazione: ognuno di essi può inoltre essere impiegato nella versione *asset side* (unlevered) ovvero in quella *equity side* (levered). La valutazione nella prima variante viene elaborata nell'ottica dell'azienda, cioè dal punto degli investimenti effettuati: con tale approccio si considerano infatti i flussi monetari operativi al lordo degli oneri finanziari con lo scopo di valorizzare l'intero capitale investito.

Qualora invece la stima venisse compiuta nell'ottica dell'investitore azionista, quindi dei flussi liberi a sua disposizione, allora si parlerà di approccio *equity side*, secondo il quale è necessario considerare i flussi al netto degli oneri finanziari, vale a dire il valore complessivo delle attività ridotto del valore del debito²⁰².

Se si suppone che l'azienda, definita in equilibrio, possa continuare a produrre un determinato livello di reddito R, riscontrato negli ultimi anni, per un orizzonte temporale illimitato, allora sarà possibile valutarla attraverso il metodo reddituale **semplice** quindi attraverso la capitalizzazione del reddito medio prospettico ad un tasso equo, i. Si applicherà in tal caso la seguente formula:

²⁰² BOZZOLAN S., Bilancio e valore: metodi e tecniche di simulazione. McGraw-Hill, 2001.

$$W = \frac{R}{i}$$

dove W = valore dell'azienda;

R = reddito normale prospettico;

i = tasso di remunerazione normale del capitale di proprietà (K_e)²⁰³.

Qualora si scelga invece l'approccio asset side, quindi unlevered, la formula sopra subirà una variazione, e il valore dell'impresa (equity value) sarà pari alla sommatoria tra l'enterprise value²⁰⁴, nonché valore del capitale investito, e la posizione finanziaria netta.

$$W = \frac{NOPLAT}{WACC} - PFN$$

dove W = valore dell'azienda;

$NOPLAT$ = risultato operativo al netto delle imposte figurative²⁰⁵;

$WACC$ = costo medio ponderato del capitale²⁰⁶;

²⁰³ GONNELLA E., Logiche e metodologie di valutazione d'azienda – Valutazione stand-alone, Edizioni PLUS 2008, pp. 125.

²⁰⁴ L'**Enterprise Value** (EV) rappresenta il valore del capitale operativo investito e deriva dai flussi lordi prodotti dall'azienda e scontati al cosiddetto tasso equo.

Tale grandezza esprime il prezzo che dovrebbe pagare chi volesse acquisire la società senza debiti e rappresenta quindi il valore di mercato del capitale di debito e del capitale di rischio. (GLOSSARIO di Borsa Italiana, <http://www.borsaitaliana.it>).

²⁰⁵ Sono dette **imposte figurative**, dal momento che la base imponibile è diversa da quella effettiva su cui si calcolano le imposte: nella definizione di quest'ultime sono infatti inclusi i benefici fiscali relativi alla deducibilità degli oneri finanziari e straordinari.

Imposte figurative = imposte sul reddito + aliquota marginale x (oneri finanziari e straordinari netti)

(PEDRIALI F., Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali, HOEPLI EDITORE, 2006).

²⁰⁶ Il **WACC**, o costo medio del capitale, è la media ponderata del costo del capitale azionario e del costo del capitale di debito, ove i pesi delle ponderazioni sono dati dall'importanza relativa di capitale proprio e capitale di debito.

PFN = la posizione finanziaria netta.

$$\frac{NOPLAT}{WACC} = \text{Enterprise Value.}$$

Nell'ipotesi poco diffusa di un'azienda con orizzonte temporale di vita limitato, non sarà possibile utilizzare le formule qui sopra citate perché la loro applicazione porterebbe a sovrastimare il suo valore. In questo caso sarà necessario domandarsi se la società oggetto di valutazione sarà capace di produrre o meno, al termine della sua vita, un capitale da liquidare, detto anche capitale di realizzo. Se la risposta è negativa allora, distinguendo sempre l'approccio levered e quello unlevered, si utilizzeranno le seguenti formule:

$$\text{LEVERED} \quad W = R \cdot a_n | i$$

$$\text{UNLEVERED} \quad W = NOPLAT \cdot a_n | WACC - PFN$$

In caso di esito positivo, invece, sarà necessario aggiungere il valore attualizzato di liquidazione (V_l):

$$\text{LEVERED} \quad W = R \cdot a_n | i + V_l (1+i)^{-n}$$

$$\text{UNLEVERED} \quad W = NOPLAT \cdot a_n | WACC + V_l (1+WACC)^{-n} - PFN$$

Si nota dunque che in caso di azienda con orizzonte di vita limitato si avrà, nel calcolo del suo valore, non più l'attualizzazione di una rendita perpetua ($1/i = R \cdot a_{\infty} | i$), bensì di una rendita per n anni ($R \cdot a_n | i$), cioè per gli anni di vita residua dell'unità economica considerata.

E' una misura che riflette la rischiosità dell'intera operatività d'azienda, e quindi dei suoi investimenti complessivi. E' pertanto il benchmark rispetto al quale valutare il rendimento sul capitale investito. La formula che viene utilizzata per il calcolo del Costo medio ponderato del capitale è la seguente:

$$WACC = [E/(D+E)] \times \text{Costo del capitale azionario} + [D/(D+E)] \times \text{Costo del capitale di terzi}$$

dove E = Equity (valore di mercato del patrimonio netto); D = Debt (valore di mercato del capitale di debito, sia a breve sia a medio-lungo termine) (GLOSSARIO di Borsa Italiana, <http://www.borsaitaliana.it>).

La seconda versione del metodo reddituale è quella **complessa** che, come già detto, si differenzia dalla prima perché, per arrivare al valore dell'impresa, ricorre al processo di attualizzazione e lo fa attraverso due fasi. Stante la difficoltà ad effettuare una “corretta” e dimostrabile stima su un orizzonte di tempo infinito, la prassi operativa suggerisce di “scomporre” la gestione futura in 2 intervalli distinti

- da 0 a N: reddito medio normale-atteso o determinazione puntuale dei singoli redditi d'esercizio;
- per $t > N$: applicare una logica prudenziale e sintetica, soprattutto se si ritiene che l'azienda, dopo un certo numero di anni di forte crescita, debba ridimensionare le proprie aspettative sul reddito futuro atteso.

Con il metodo complesso si compiono innanzitutto delle previsioni puntuali per un periodo di tempo prefissato (ad esempio 5 anni) e si attualizzano i flussi di reddito previsti anno per anno, fino al termine dell'orizzonte temporale del periodo esplicito di previsione; la somma di questi importi darà il valore attuale dei flussi della previsione analitica. Ad esso si aggiunge la stima del valore finale, detto anche Terminal Value (TV), misura della capacità dell'azienda di produrre valore oltre il periodo previsionale (dopo i 5 anni considerati). Anche tale grandezza dovrà essere attualizzata al momento in cui la valutazione viene compiuta. Quanto detto costituisce il secondo stadio del procedimento.

Di seguito si analizzano le formule relative al metodo reddituale complesso secondo gli approcci levered e unlevered.

LEVERED	$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^n}$
UNLEVERED	$W = \sum_{t=1}^n \frac{NOPLAT_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$

dove R_t = il reddito normalizzato atteso per l'anno t;

$NOPLAT_t$ = il risultato operativo normalizzato al netto delle imposte figurative.

Metodo finanziario

L'altra categoria di metodi valutativi indiretti che, insieme a quelli reddituali, utilizzano grandezze flusso per arrivare alla determinazione del valore, è quella dei metodi finanziari: questi però considerano la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa. Il capitale della società assumerà valore in quanto capace di remunerare congruamente, attraverso i propri risultati, tutti i fattori produttivi impiegati, incluse le risorse finanziarie necessarie per l'attività aziendale. Anche in questo caso è possibile compiere una suddivisione in base al processo di capitalizzazione o di attualizzazione utilizzato ovvero in base al tipo di approccio, levered o unlevered, al quale si decide di ricorrere.

Qualora si consideri il processo di capitalizzazione, si parlerà di metodo finanziario **sintetico** che risulta poco impiegato nella prassi valutativa ed è applicabile in due modi diversi:

- a. *Perpetual Flow Method*²⁰⁷, nei casi in cui il flusso generato dall'azienda si consideri costante, quindi a regime. Le formule usate nel caso specifico saranno le seguenti:

$$\text{LEVERED} \qquad W = \frac{FCFE}{K_e}$$

$$\text{UNLEVERED} \qquad W = \frac{FCFO}{WACC} - PFN$$

dove FCFE = Free Cash Flow to Equity a regime (Figura 13);

²⁰⁷ MERCER Z.C., HARMS T.W., Business Valuation, JOHN WILEY & SONS, 2007.

FCFO = Free Cash Flow from Operation a regime (Figura 13).

Figura 13 Come si determinano i FCFE e i FCFO

Risultato operativo	....	Risultato operativo	....
Ammortamenti	...	Ammortamenti	...
Accantonamenti	...	Accantonamenti	...
Svalutazioni immobilizzazioni	...	Svalutazioni immobilizzazioni	...
Flusso di Capitale circolante e di liquidità della gestione reddituale operativa corrente	....	Flusso di Capitale circolante e di liquidità della gestione reddituale operativa corrente	....
Incremento del capitale circolante commerciale	(...)	Incremento del capitale circolante commerciale	(...)
Flusso di liquidità della gestione reddituale corrente	....	Flusso di liquidità della gestione reddituale corrente	....
Utilizzo del fondo TFR	(...)	Utilizzo del fondo TFR	(...)
Investimenti	...	Investimenti	...
Disinvestimenti	(...)	Disinvestimenti	(...)
Flusso di liquidità (lordo) della gestione operativa	....	Flusso di liquidità (lordo) della gestione operativa	....
Interessi passivi	(...)	Uscite per imposte teoriche sul risultato operativo	(...)
Rimborso di finanziamenti	(...)	Flusso di liquidità operativo netto	.....
Ottenimento di finanziamenti	...		
Uscite per imposte sul reddito	(...)		
Flusso di liquidità netto disponibile per i soci	.....	

- b. *Perpetual Growth Rate Method*²⁰⁸ con il quale invece si garantisce la costanza del flusso in termini reali, ipotizzandone la crescita nominale. In questa versione si elimina il problema inflazionistico presente nel caso opposto appena visto. Anche qui si applicheranno formule diverse secondo l'approccio asset side o equity side scelto.

LEVERED

$$W = \frac{FCFE_t}{Ke - g_1}$$

UNLEVERED

$$W = \frac{FCFO_t}{WACC - g_2} - PFN$$

dove g_1 = tasso di crescita sostenibile in perpetuo;

$FCFE_t$ = Free Cash Flow to Equity previsti per l'anno successivo e derivanti dalla seguente espressione: $FCFE_{t-1} \cdot (1+g_1)$;

g_2 = tasso di crescita;

$FCFO_t$ = Free Cash Flow from Operation dell'anno successivo e calcolato con la seguente espressione: $FCFO_{t-1} \cdot (1+g_2)$.

²⁰⁸ GORDON M.J., The Investment, Financing and Valuation of the Corporation, Homewood, Irvin 1962.

Accanto al metodo finanziario sintetico si avrà il modello **analitico** che presenta diverse varianti: la più nota, molto utilizzata per la definizione del capitale d'impresa nella teoria finanziaria americana, prende il nome di Unlevered Discount Cash Flow (DCF).

Con questa metodologia il valore dell'impresa si compone di due parti, quella relativa all'attualizzazione dei flussi di cassa del periodo previsionale al costo medio ponderato e quella che invece riguarda il Terminal Value. La formula da applicare sarà la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} - PFN$$

Metodo Patrimoniale

Valutare l'azienda usando i metodi patrimoniali significa guardare alla sua struttura piuttosto che alla sua attività. Molti autori non li considerano infatti dei metodi valutativi ma, piuttosto, degli strumenti per avere delle informazioni patrimoniali sulla società. Il valore al quale questi giungono può essere interpretato come l'ammontare che un generico investitore dovrebbe sostenere per istituire una nuova impresa con la medesima struttura patrimoniale di quella oggetto di stima²⁰⁹. Sono metodi razionali, attraverso i quali la valutazione compiuta è di tipo analitica e riguarda ogni singolo asset, attivo e passivo, al quale viene associato il proprio valore corrente di sostituzione: dalla somma algebrica di questi si otterrà il *capitale netto rettificato*. Da quanto appena detto è possibile derivare le caratteristiche della valutazione compiuta utilizzando il metodo in questione, che quindi sarà una valutazione:

- *Analitica* in quanto, partendo dall'analisi del particolare, quali sono i singoli asset, arriva al valore del generale, quindi dell'intera azienda.

²⁰⁹ GONNELLA E., Logiche e metodologie di valutazione d'azienda – Valutazione stand-alone, op.cit. p. 167.

- *A valori correnti* e ciò è diverso dalla valutazione compiuta utilizzando i valori attuali.
- *A valori correnti di sostituzione*²¹⁰, quindi a valori ai quali, nel momento in cui la stima viene fatta, è possibile rinegoziare i debiti e riapprovvigionarsi delle attività disponibili.

La dottrina distingue, in base agli elementi ricompresi nella stima, il metodo patrimoniale semplice e quello complesso. Per entrambi i casi è necessario partire dall'analisi dello Stato Patrimoniale²¹¹ (SP) della società considerata e, attraverso il *criterio della valorizzazione*, processo di rielaborazione quantitativa e qualitativa, trasformare i valori degli asset in valori correnti e passare dal capitale netto di bilancio al capitale netto rettificato²¹².

La versione **semplice** di tale metodo ingloba nel calcolo del valore aziendale i soli componenti patrimoniali attivi e passivi iscritti nello SP di fine periodo o in quello infra-annuale appositamente redatto per compiere la stima. Trasformando tali grandezze al loro valore corrente e compiendo le necessarie rettifiche al Capitale Netto Contabile (CNC) si otterrà, attraverso la semplice somma algebrica dei valori trovati, il capitale netto rettificato (K). La formula in tal caso sarà la seguente:

$$W = K$$

dove W = valore dell'azienda;

K = capitale netto rettificato.

Le rettifiche sopra citate, effettuate sulle attività e passività aziendali, potranno avere natura positiva, qualora il valore stimato delle attività risulti maggiore

²¹⁰ TRUGMAN G.R., Understanding Business Valuation: A Practical Guide to Valuing Small to Medium Sized Businesses, AICPA 2013.

²¹¹ HITCHNER J.R., Financial Valuation: Applications and Models, John Wiley & Sons 2006.

²¹² GONNELLA E., Logiche e metodologie di valutazione d'azienda – Valutazione stand-alone, op.cit. p. 169.

rispetto a quello presente in bilancio o quello delle passività minore, ovvero negativa nei casi opposti²¹³.

Il metodo patrimoniale **complesso** si differenzia da quello semplice perché, oltre agli elementi patrimoniali iscritti nell'attivo e nel passivo dello SP di fine periodo o infra-annuale, considera anche i cosiddetti *beni immateriali non contabilizzati*, cioè beni non presenti in contabilità ma che costituiscono fonte di utilità per l'azienda e, perciò, devono essere considerati e valutati²¹⁴.

Tale metodo sembrerebbe consentire una valutazione più attendibile ma questa affermazione non è sempre vera: vi sono infatti circostanze in cui, data la natura dell'attività aziendale svolta dalla società oggetto di analisi, il metodo patrimoniale semplice si presenta più adatto. Un esempio può essere quello di un'azienda la cui attività è rivolta esclusivamente alla gestione di un portafoglio di asset.

Partendo dalla formula vista sopra per la versione semplice e aggiungendo ad essa la componente relativa ai beni immateriali non contabilizzati, si arriverà alla seguente espressione complessa:

$$W = K + V_{bi} = K'$$

dove W = valore d'azienda;

K = capitale netto rettificato derivante dal metodo patrimoniale semplice;

V_{bi} = valore dei beni immateriali;

²¹³ Per approfondire l'argomento del quale si discute, si rinvia a: FERRERO G., Il ruolo delle valutazioni analitico-patrimoniali nei processi estimativi di aziende oggetto di rilievo, in Saggi di Ragioneria e di Economia Aziendale. Scritti in onore di Domenico Amodeo, Padova, Cedam 1987; PAGANELLI O., Valutazione delle aziende, UTET 1990.

²¹⁴ È importante precisare che si tratta di beni non contabilizzati, diversi da quelli non contabilizzabili, quindi non inseriti in bilancio perché non rilevabili dagli strumenti contabili.

K' = capitale netto rettificato con il metodo patrimoniale complesso.

Includendo i beni immateriali, il metodo qui discusso, nella sua versione complessa, considera quindi anche il valore dell'avviamento (A), insieme di condizioni quali possono essere ad esempio la clientela o l'immagine aziendale, che consentono all'impresa di generare reddito differenziale. È possibile calcolare in via indiretta l'ammontare di tale grandezza attraverso la differenza tra il valore economico del capitale stimato con il metodo reddituale sopra visto e il capitale netto rettificato. A seconda della versione di K considerata si avrà:

$$A = W - K \text{ ovvero } A' = W - K'$$

Dato che solitamente $K' > K$, il valore di A sarà maggiore rispetto a quello di A'.

Metodi misti

Ultima classe di metodi indiretti è quella dei metodi “misti”, così nominati in quanto rappresentano una sintesi tra i due già visti, patrimoniale e reddituale. Il loro scopo è quello di definire il valore dell'azienda in funzione sia del reddito sia del patrimonio dell'impresa, colmando le lacune delle precedenti metodologie.

Il più utilizzato nella prassi aziendale²¹⁵ è il cosiddetto *metodo misto con stima autonoma dell'avviamento* che determina il valore dell'azienda calcolando la

²¹⁵ La teoria prevede tra i metodi misti anche il metodo fondato sull'indicatore EVA®, per il quale però si rimanda al quarto capitolo del presente elaborato, e il metodo basato sul valore medio. Quest'ultimo perviene al valore dell'azienda attraverso la media aritmetica tra il capitale netto rettificato e la grandezza ottenuta dall'applicazione del metodo reddituale. Qui l'avviamento viene considerato come una componente interna all'azienda, inglobato quindi tra gli addendi presenti nella formula. Attraverso una sequenza matematica che parte dalla formula base secondo la quale $W = (K + R/i)/2$ si potrà dimostrare che il valore W con tale metodo sarà pari alla somma tra il capitale netto rettificato e metà dell'avviamento: $W = K + \frac{1}{2} A$. (GONNELLA, 2008).

somma tra due componenti, il capitale netto rettificato dato dall'applicazione del metodo patrimoniale e la stima di un'altra componente rappresentante la capacità reddituale, cioè l'avviamento²¹⁶ il cui valore può assumere segno positivo, quindi configurarsi come goodwill, ovvero negativo quindi rappresentare un disavviamento, o badwill. Il confronto tra il reddito prospettico e il reddito equo²¹⁷ darà un valore, la cui capitalizzazione sarà pari all'avviamento.

Il metodo in questione è presente in dottrina con due varianti legati alla durata della rendita differenziale, quale è l'avviamento.

Qualora questo presentasse vita illimitata, allora verrebbe visto come una rendita perpetua e il valore aziendale deriverebbe dall'applicazione della seguente formula:

$$W = K + \frac{(R - iK)}{i'}$$

dove K = capitale netto rettificato;

$(R - iK)$ = reddito differenziale;

i' = tasso di capitalizzazione;

i = tasso di remunerazione normale del capitale di proprietà.

Questa espressione fu oggetto di numerose critiche perché, ipotizzando un reddito differenziale perpetuo, si ipotizza di conseguenza un vantaggio o svantaggio competitivo continuo dell'azienda. Dalla realtà però si rileva la valenza della legge economica secondo la quale i redditi differenziali tendono nel tempo ad assottigliarsi, quindi ad eliminarsi. In risposta a tali critiche venne

²¹⁶ “L'avviamento è la condizione o l'insieme di condizioni onde un'azienda può dirsi atta a fruttare nel futuro un sovrapprofitto” G.ZAPPA (1929). Con tale definizione Zappa considera la componente aggiuntiva solo nella sua versione positiva. Sarebbe più corretto sostituire l'espressione “sovrapprofitto” con il termine di “reddito differenziale”.

²¹⁷ Il reddito equo esprime la quota del reddito prospettico corrispondente al rendimento giudicato soddisfacente dagli investitori a titolo di capitale di rischio. Il suo valore può essere calcolato applicando al valore corrente del patrimonio netto il tasso di rendimento giudicato equo dagli investitori. (RICCIARDI A., La valutazione d'azienda e i suoi metodi, Dicembre 2012, <http://www.antonioricciardi.it>).

allora elaborato il metodo misto nella variante di rendita differenziale con durata limitata, la cui formula viene qui esposta:

$$W = K + (R - iK) \cdot a_{n|i}$$

con la quale verrà compiuta l'attualizzazione della rendita $(R - iK)$ con durata limitata, pari a n anni, al tasso i ($a_{n|i}$).

È importante precisare che il metodo in questione potrà applicarsi solo nel caso di imprese con orizzonte di vita illimitato dato che, implicitamente, si ipotizza un reddito equo perpetuo²¹⁸.

Metodo dei multipli

Visti i metodi indiretti, adesso è necessario presentare la classe opposta, quella dei metodi diretti, nonché il metodo dei moltiplicatori.

I multipli di Borsa stimano il “valore di un'azienda sulla base dei prezzi di trasferimento osservati per transazioni (totali o parziali, dirette o indirette) aventi ad oggetto capitale di aziende che possano considerarsi comparabili alla prima”²¹⁹. Esso quindi è ottenuto dal prodotto tra il moltiplicatore stimato e la grandezza di bilancio al quale quest'ultimo si riferisce, nonché suo denominatore. Le valutazioni condotte sulla base del metodo dei multipli si fondano su un'ipotesi principale per cui il valore d'impresa varia in modo direttamente proporzionale con le variazioni della variabile economica scelta come parametro di performance.

È un metodo semplice e rapido (*quick and dirty*) perché permette di risalire dai risultati correnti al valore dell'impresa, ma ha un alto grado di soggettività ed è

²¹⁸ Moltiplicando e dividendo la grandezza K della formula sopra per il tasso i si otterrà che:

$$W = \frac{K}{i} + (R - iK) \cdot a_{n|i}. \text{ Essendo } Re = K \cdot i \text{ allora } W = \frac{Re}{i} + (R - Re) \cdot a_{n|i} \text{ dove } Re/i \text{ non è}$$

altro che una rendita perpetua.

²¹⁹ MUSAIO A., *Il capitale d'impresa. Configurazione e valutazione*, op.cit., p. 74.

difficile trovare aziende simili per il confronto; quest'ultime dovranno infatti presentare un modello di business in linea con la società oggetto di analisi e ciò non è facile.

In proposito esistono due diverse metodologie valutative, una basata sui cosiddetti moltiplicatori di borsa, l'altra sulle transazioni comparabili.

Per ciò che concerne il primo caso, la valutazione d'azienda trae origine dai dati risultanti dalle quotazioni di borsa relative a un campione adeguatamente rappresentativo e comparabile di società negoziate sui mercati regolamentati.

L'approccio delle transazioni comparabili si differenzia dal precedente metodo per il fatto che trae i propri dati di calcolo, non da listini ufficiali, ma dalle negoziazioni avvenute al di fuori del mercato formalmente riconosciuto. Il prezzo per azione si desume direttamente dai risultati della compravendita. Il problema principale legato a questo tipo di approccio è la difficoltà nel reperire un campione di aziende sufficientemente rappresentativo, per cui è spesso necessario riferirsi, nella ricerca delle transazioni, ad un arco temporale superiore alla singola annualità.

In base all'approccio valutativo è invece possibile individuare due diverse tipologie di moltiplicatori, *equity side* e *asset side*²²⁰.

I moltiplicatori *equity side*, che giungono direttamente al capitale di rischio²²¹, pongono al numeratore il prezzo (P), come risulta dal mercato borsistico, mentre al denominatore una delle seguenti variabili aziendali:

- a) E = utile netto (come risulta dall'ultimo bilancio di esercizio o sulla base dei dati prospettici o in corso di formazione)
- b) $FCFE$ = utile netto + ammortamenti – investimenti di mantenimento (per manutenzioni e conservazione del capitale fisso)
- c) S = fatturato

²²⁰ MASSARI M., ZANETTI L., Valutazione Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario, McGraw-Hill. Milano, 2008.

²²¹ GUATRI L., BINI M., I moltiplicatori nella valutazione delle aziende, Università Bocconi 2002.

- d) R = ricavi operativi
- e) BV = patrimonio netto contabile
- f) NAV = patrimonio espresso a valori di rimpiazzo
- g) D = dividendi
- h) CE = utili netti + ammortamenti

I denominatori *equity side* includono gli interessi passivi (la configurazione iniziale è rappresentata dagli utili netti – “levered”) e possono essere espressi in valore assoluto o in valore per azione.

I moltiplicatori *asset side* pongono, invece, al numeratore la differenza tra il valore di mercato del patrimonio netto e l’indebitamento finanziario netto (debiti – liquidità) che, a sua volta, assume il nome di “*enterprise value*” (EV), mentre al denominatore viene inserita una delle seguenti variabili aziendali:

- a) $EBIT$ = (ricavi operativi – costi operativi)
- b) $EBITDA$ = MOL = ($EBIT$ + ammortamenti)
- c) $NOPAT$ = $EBIT * (1-t)$ con t = aliquota fiscale
- d) $UFCF$ = $EBITDA$ – investimenti di mantenimento
- e) S = fatturato
- f) R = ricavi operativi

I denominatori *asset side* escludono gli interessi passivi (si parte dal risultato operativo – “unlevered”) e sono espressi in valore assoluto.

Indipendentemente dall’approccio scelto, la valutazione compiuta secondo il criterio in oggetto dovrà seguire una logica sequenziale, qui di seguito riportata:

1. Individuazione delle aziende comparabili;
2. Pulizia del campione, in modo da individuare le aziende più simili a quella sottoposta a valutazione;
3. Definizione dei multipli da utilizzare;
4. Calcolo dei multipli delle società comparabili scelte, nonché la media del campione di appartenenza;

5. Applicazione dei multipli, quindi determinazione della stima²²².

3.5 Le peculiarità del valore nelle family business

Nel presente paragrafo si vuole approfondire, sulla base di ciò che è stato detto nelle pagine precedenti del corrente capitolo, le problematiche pratiche che possono presentarsi nel procedimento di valutazione della particolare realtà quale è l'azienda familiare e presentarne le peculiarità applicative.

Si parte dalla stima del valore patrimoniale, riferimento importante per definire il capitale d'impresa in quanto, rappresentando il patrimonio con il quale l'azienda si presenta in futuro, contribuisce alla produzione dei sovra-reddiviti e da esso possono essere tratte importanti informazioni sui punti di forza e di debolezza dell'impresa.

Gli aspetti più importanti da considerare per le piccole e medie imprese a conduzione familiare riguardano gli elementi patrimoniali della famiglia, cioè le *attività e le passività che, benché formalmente comprese tra gli elementi del patrimonio aziendale, sono sostanzialmente slegate dal funzionamento del sistema aziendale, collegandosi invece al funzionamento del sistema famiglia*²²³, e la valutazione dei cosiddetti "intangibles", componenti come il capitale umano o la tecnologia che possono configurarsi come parti trasferibili o non trasferibili. Per ciò che riguarda gli elementi patrimoniali della famiglia, si fa riferimento a beni mobili o immobili intestati alla società ma utilizzati esclusivamente o in modo promiscuo²²⁴ e a titolo gratuito dalla famiglia, ovvero a crediti

²²² Pratt S. P., Valuing a Business, 5th Edition: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, McGraw-Hill Library of Investment and Finance 2007.

²²³ TISCINI R., Il Valore Economico delle aziende di famiglia, op.cit. p. 248.

²²⁴ I beni in questione vengono intestati all'azienda per vantaggi di natura principalmente fiscale: quest'ultimi si presentano nel caso in cui i costi d'esercizio ed ammortamento sostenuti dalla società sono superiori al prezzo fissato per la concessione in utilizzo. Per ciò che riguarda l'aspetto economico-aziendale, la loro esistenza può generare la sovrastima dell'attivo dello stato patrimoniale ovvero quella dei costi in conto economico. (Tiscini, 2001).

commerciali nei confronti di familiari, o di società ad essi appartenenti, legati a prestazioni compiute a valori non allineati a quelli di mercato e non indispensabili²²⁵, o a debiti commerciali o finanziari²²⁶ nei confronti degli stessi per servizi quali ad esempio è la consulenza o per finanziamenti infruttiferi dei soci.

In relazione agli elementi patrimoniali, per determinare il valore patrimoniale semplice delle aziende di famiglia sarà necessario compiere le seguenti rettifiche al risultato di bilancio:

- Rettifiche di revisione, per applicare in modo corretto i principi contabili di redazione di bilancio;
- Rettifiche di valutazione, per riportare a valori correnti i valori di bilancio;
- Rettifiche per neutralizzare gli elementi patrimoniali pertinenti alla famiglia.

Apportando le presenti correzioni al patrimonio netto di bilancio si otterrà il *patrimonio netto rettificato “aziendale”*, cioè il capitale di rischio effettivamente investito dai soci in azienda, con cui si potranno determinare i risultati gestionali prodotti e calcolare gli indicatori di redditività.

L'altro aspetto da analizzare in tema di problematiche valutative della family business è quello dei cosiddetti “intangibles” e, in particolare, quello relativo ai fattori di avviamento quali sono le risorse immateriali in capo al capitale umano, alla tecnologia, all'imprenditorialità e al marketing. È necessario considerare, per la stima del valore, il loro grado di trasferibilità, misura della capacità di mostrare la propria forza economica anche in assenza dell'attuale gruppo imprenditoriale²²⁷. A riguardo, la dottrina suggerisce al valutatore uno schema logico da seguire secondo il quale, in primis, è opportuno dare un peso, in termini

²²⁵ JOVENITTI P., Strategie mobiliari per la continuità e la successione d'impresa, Milano Egea 1998.

²²⁶ Sono debiti contratti con i familiari che intendono finanziare la società senza però avere vincoli di restituzione o di remunerazione .

²²⁷ TISCINI R., Il valore economico delle aziende di famiglia, GIUFFRÈ 2001.

percentuali, a ciascun fattore di avviamento identificato e questo andrà fatto in funzione alla sua importanza in ambito di economicità aziendale. In seguito sarà necessario misurare il grado di trasferibilità, massimo per il fattore attribuito all'azienda come entità autonoma, ovvero pari a 0 se esso appartiene totalmente alla sfera territoriale. Infine si dovrà calcolare il grado di trasferibilità complessivo dell'avviamento attraverso la media ponderata dei singoli gradi di trasferibilità stimati, dove il peso da applicare sarà pari all'importanza di ognuno di essi.

In relazione invece ai risultati storici e alla loro normalizzazione, sarà necessario apporre delle rettifiche, classificabili in più categorie: quelle di natura contabile, attuate per applicare in modo corretto le norme civilistiche in materia di bilancio, e le rettifiche di normalizzazione, mirate invece alla neutralizzazione o alla redistribuzione per competenza di alcune componenti di reddito non attinenti alla valutazione. A queste due classi di modifiche è opportuno aggiungere quella relativa alla neutralizzazione degli effetti derivanti dall'applicazione di prezzi non in linea con quelli di mercato.

Alcune correzioni che il valutatore deve compiere e che si rifanno a fenomeni di natura reddituale sono ricollegati ad elementi quali la remunerazione del lavoro dei familiari e dell'utilizzo dei beni della famiglia, nonché a spese per viaggi o trasferte dei soci. La componente di maggior rilievo è sicuramente quella relativa alla remunerazione dei soci, spesso non in linea con la qualità del lavoro compiuto e fissata in modo da minimizzare il carico fiscale. In questo particolare contesto sarà opportuno modificare il valore delle remunerazioni corrisposte presente in bilancio, sostituendole con quelle fissate dal mercato.

Effettuate le variazioni suddette al reddito di bilancio si otterrà il *reddito normalizzato "aziendale"* calcolato considerando l'impresa come un'entità autonoma, controparte di relazioni tenute secondo la legge di mercato, e non come un sottosistema dell'entità familiare.

Un tema molto discusso in dottrina è quello relativo alla scelta del metodo di valutazione da utilizzare nel caso della family firm e, in particolare, la ricerca di quello più adatto al tipo di entità qui studiata. In realtà ogni metodo razionale e dal procedimento chiaro, può ritenersi di idonea applicazione quindi non è possibile determinare a priori quello al quale ricorrere ma è necessario analizzare la situazione che si ha davanti: particolare attenzione va rivolta agli andamenti economico-finanziari prospettici, soprattutto di lungo periodo, e alla qualità dei documenti a questi relativi e di cui si dispone.

La consuetudine dimostra che, nel caso di aziende con andamenti irregolari, i metodi più opportuni sono quelli che, come i finanziari, permettono di arrivare al valore dell'impresa attraverso le proiezioni analitiche. Si ricorrerà invece al metodo reddituale o al metodo misto con stima autonoma dell'avviamento qualora l'impresa sia caratterizzata da andamenti stazionari; se, oltre alla regolarità, vi è anche una costante crescita, allora il procedimento di stima più consigliato e utilizzato è il Perpetual Growth Rate Method ²²⁸.

La scelta del giusto metodo da applicare non dovrà guardare solo alla regolarità dei redditi prospettici ma considerare anche altri fattori quali ad esempio la struttura finanziaria: il valore aziendale verrà infatti ridotto in relazione al costo medio dell'indebitamento e al premio per il rischio per le garanzie personali dei soci ²²⁹.

Infine, a trovare molti limiti nella realtà in analisi è l'applicazione dei metodi empirici quali sono gli approcci delle società e delle transazioni comparabili. Tale difficoltà applicativa è legata, nel primo caso, all'identificazione di unità quotate comparabili all'impresa familiare in oggetto, ovvero di un campione di transazioni di pacchetti azionari di società per i quali è possibile il confronto, nel caso rimanente. Gli errori più comuni compiuti nell'ambiente in oggetto

²²⁸ Per le caratteristiche e le formule dei metodi citati si rimanda al par. 3.4.

²²⁹ Il premio per il rischio è dato dal prodotto tra il tasso annuo di remunerazione del garante e l'ammontare dei debiti finanziari garantiti. Le garanzie qui considerate sono quelle prestate dai soci a favore dell'indebitamento aziendale, quindi la remunerazione per il rischio sopportato per la concessione in garanzia del proprio patrimonio personale. (TISCINI, 2001)

riguardano la scelta del campione di *comparables* che, in numerosi casi, presentano una struttura organizzativa molto differente, oppure l'applicazione dei multipli a grandezze contabili non rettificate come di dovere in relazione al particolare contesto in questione²³⁰.

²³⁰ Pratt S. P., *Valuing a Business*, 5th Edition: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, McGraw-Hill Library of Investment and Finance 2007.

CAPITOLO QUARTO

EVA[®]: UNA MISURA DI PERFORMANCE DEL VALORE

Sommario: 4.1 Dalla creazione di ricchezza alla creazione di valore; 4.2 EVA[®]: una panoramica del modello; 4.3 EVA[®] e flussi di cassa: il legame esistente nella misurazione del valore e delle performance; 4.4 Vantaggi e svantaggi dell'EVA[®]; 4.5 I drivers del valore.

4.1 Dalla creazione di ricchezza alla creazione di valore

Il *leit motiv*²³¹ dei moderni dirigenti d'impresa è dato dall'obiettivo di creare valore per gli azionisti: questa è un'espressione oramai molto utilizzata durante le assemblee e all'interno degli organi direzionali dell'impresa in generale.

La ragione starebbe nel nuovo atteggiamento assunto dal management delle imprese verso gli azionisti, indotto dal rafforzamento del potere di questi ultimi. Dalla creazione di valore per gli azionisti può derivare la distruzione di valore per la collettività come quando si realizzano programmi incentrati su licenziamenti o su riduzione di investimenti in base a motivazioni di breve periodo. In questi casi la creazione di valore per gli azionisti sarebbe sinonimo della rendita che viene loro servita, dato che solo formalmente gli azionisti sarebbero, oggi, soci delle società per la possibilità che hanno di passare dall'uno all'altro titolo azionario con l'incostanza che meglio si adatta ai loro interessi. Di qui il concetto di rendita, che nulla ha a che vedere con la creazione di valore, e che consiste nel dirottare a proprio vantaggio il valore creato da altri.

Considerando le determinanti del valore economico delle azioni, "creare valore" significa assicurare una crescita costante alla società, uno sviluppo perpetuo, dalle basi solide e quindi cercare di incrementare il profilo rendimento-rischio di

²³¹ FITOUSSI JEAN, "Un luogo comune. Se il valore non è altro che una rendita", in Affari & Finanza, La Repubblica, 14 giugno 1999.

ogni componente operativa (ASA) e dell'impresa in generale, così da avere uno spread tra tasso di redditività e il costo del capitale di rischio sempre positivo²³².

La creazione di valore è la molla che spinge a far nascere un'azienda, che ne garantisce la crescita e lo sviluppo, perciò è un principio comune a tutte le imprese, indipendentemente dalla loro dimensione e dall'attività svolta. Rappresenta la loro ragion d'essere ed è richiesta da ogni stakeholder perché strumento di equilibrio nel rapporto di scambio con questa trattenuto.

Negli ultimi anni è aumentata l'insoddisfazione manifestata dal management e dagli investitori nei confronti dei più comuni e diffusi parametri di valutazione dei risultati aziendali²³³. Gli indicatori di redditività di bilancio, come il ROE e il ROI, non tengono conto delle prospettive di redditività futura, fondamentali per la creazione di valore economico; questi sono quindi una base di riferimento appropriata in ambito valutativo solo in presenza di determinate condizioni. Per essere efficaci, infatti, dovrebbero fondarsi su valori già depurati dalle distorsioni provocate dall'applicazione di criteri ispirati a prudenza amministrativa e ad opportunità fiscali. Inoltre questi possono essere temporaneamente innalzati comprimendo anche costi che, data la necessità di assicurare una durevole continuità dell'impresa, sarebbero da ritenersi invece incompressibili.

Non è attraverso l'aumento degli utili o del ROE (rendimento del capitale proprio) che si ottengono maggiori consensi sul mercato: la manovra dei management di aumentare utili attraverso operazioni contabili dispendiose in termini di tempo non rappresenta la strada giusta per soddisfare gli investitori poiché gli elevati tassi di crescita sono legati, nella maggior parte dei casi, a sovrainvestimenti in business maturi, quindi in declino. Evidenze empiriche dimostrano che le valutazioni contabili sono legate non all'andamento dei prezzi

²³² DONNA G., La creazione di valore nella gestione dell'impresa, CAROCCI 1999

²³³ SPINSI MASSIMO in Prefazione a BENNETT STEWART III G., op. cit., pag. 13 .

dei titoli ma alla capacità di produrre flussi cassa e, quindi, che il mercato preferisce il valore economico agli utili contabili²³⁴.

Si arriva nel corso del tempo all'elaborazione della teoria del valore²³⁵ grazie alla quale cresce la sensibilità nei confronti del tema della valutazione e si diffonde la convinzione che ciò che conferisce valore ai prodotti e ai servizi sia l'utilità che questi hanno per i consumatori. La teoria del valore si basa, dunque, sul principio in base al quale l'impresa, in condizioni di economia di mercato, riesce ad assicurarsi, attraverso la sua durevole continuità, uno sviluppo e ciò avverrà solo generando nuovo valore: questo emergerà tutte le volte che verrà incrementato il ritorno del capitale investito dai soci, ossia tutte le volte che l'impresa sarà in grado di far rendere il capitale di più di quanto esso non costi. Tale obiettivo, che coincide con quello della massimizzazione della ricchezza dei soci, si presenta più evoluto di quello della massimizzazione dei redditi, dato che, a differenza di questi ultimi, tende a tenere conto della distribuzione temporale dei diversi risultati economici e del rischio associato agli stessi²³⁶.

Negli anni, diverse sono state le società di consulenza che hanno approfondito il tema dell'analisi ed elaborato modelli finalizzati alla misurazione delle performance dell'impresa in termini di ricchezza creata per i soci: tra i più noti vi sono il Total Shareholder Return e il cash flow ROI della Boston Consulting Group, il Pentagono del Valore della Mc Kinsey e, infine, il modello dell'EVA^{®237}.

²³⁴ BENNET STEWART III G., La ricerca del valore: una guida per il management e per gli azionisti, EGEA 2000.

²³⁵ In economia si parla di teorie del valore per indicare l'insieme delle concezioni riguardanti la genesi e la determinazione del valore, come proprietà delle merci distinta e logicamente antecedente rispetto al prezzo, che ne costituisce in tale ottica la manifestazione fenomenica.

²³⁶ RENOLDI A., Valore dell'impresa, creazione di valore e struttura del capitale, EGEA, Milano, 1997, pagg. 17 – 18.

²³⁷ BENNET STEWART III G., The Quest for Value: A Guide for Senior Managers, Hardcover, 1999.

4.2 EVA[®]: una panoramica del modello

Il successo aziendale, come già detto nel paragrafo precedente, non deve essere ricercato nell'incremento degli utili: i management dovrebbero infatti indirizzare i propri sforzi verso la massimizzazione di un'altra grandezza, cioè del valore economico aggiunto (Economic Value Added – E.V.A.^{®238}): tale valore rappresenta un reddito residuale perché deriva dalla differenza tra il reddito operativo, per la precisione il NOPAT²³⁹, e il capitale impiegato per ottenerlo, nonché remunerazione medio-normale dell'intero capitale impiegato in azienda.

L'E.V.A.[®] è dunque una grandezza coerente con le tipiche regole di valutazione degli investimenti poiché essa cresce qualora il reddito operativo aumenti anche senza incremento del capitale e, viceversa, si riduce nei casi in cui le risorse vengano impiegate in progetti con rendimenti inferiori rispetto al costo del capitale. Si tratta quindi di una misura direttamente legata al valore intrinseco di mercato dell'impresa e il suo valore attualizzato, riferito al singolo progetto, coinciderà con quello del valore netto attualizzato (VAN). In definitiva si potranno considerare accettabili tutti quegli investimenti in progetti con VAN positivo, ovvero con EVA[®] attualizzato maggiore di zero poiché questi saranno in grado di produrre valore per l'impresa.

Detto ciò, è opportuno focalizzare l'attenzione sulla grandezza qui sopra trattata quindi darne maggiori indicazioni a proposito.

L'Economic Value Added è un indicatore studiato negli anni '90 dall'economista americano Bennet Stewart (Stern Stewart & Co.), per la valutazione dell'operato del management e più in generale dell'azienda: ormai sempre più sono le imprese italiane che lo utilizzano come strumento operativo per valutare l'allocazione delle risorse tra diverse alternative di investimento e per valutare i risultati.

²³⁸ L'acronimo EVA[®] (Economic Value Added) è un marchio registrato dalla società di consulenza Stern Stewart & Co, ormai parte del "gergo finanziario", perciò inserito nel contesto nella sua denominazione originale.

²³⁹ Il NOPAT è dato dal reddito operativo diminuito dalle imposte pro-forma. Per quest'ultime si rimanda alla nota 205 (imposte figurative).

Si tratta di un criterio misto di valutazione²⁴⁰ il quale perviene alla misurazione della ricchezza creata o distrutta dall'impresa o meglio “del profitto che residua dopo aver dedotto il costo del capitale investito utilizzato per generare quel profitto²⁴¹”, sulla base dell'approccio asset side, fondato sulla capacità dell'impresa di offrire un'extra remunerazione all'intero capitale investito; esso quindi ha la prerogativa di valorizzare la capacità di creare valore nel lungo termine da parte dell'impresa.

Il principale vantaggio di questo metodo di valutazione risiede nel fatto che giunge ad una misura della prestazione dell'azienda direttamente collegata al valore di mercato della stessa.

Di conseguenza l'utilizzo dell'EVA[®]:

- obbliga il management a valutare ogni progetto di investimento non solo in base alla sua redditività assoluta, ma al costo per finanziare tanto i nuovi investimenti quanto lo stock di capitale esistente;
- correla le politiche di allocazione delle risorse alla creazione di valore e di ricchezza per gli azionisti;
- consente di individuare le leve per ogni tipo di azione manageriale e di collegare le responsabilità organizzative al conseguimento degli stessi;
- permette di correlare la remunerazione del management ad una misura unica e quantitativa che sintetizza il livello di successo individuale nel raggiungimento degli obiettivi²⁴².

Si tratta quindi di un indicatore che evidenzia la capacità (o meno) del reddito generato dalla gestione operativa di coprire tutto il costo del capitale impiegato, sia quello relativo al capitale proprio sia al capitale di terzi.

La determinazione del suo ammontare deriva dall'applicazione della seguente formula:

²⁴⁰ Per una presentazione dei metodi di valutazione si rimanda al par. 3.4 I possibili metodi per arrivare al valore”.

²⁴¹ J. M. STERN - J. S. SHIELY, The EVA[®] Challenge, John Wiley & Sons, New York, 2001.

²⁴² Guatri L., La valutazione delle aziende, Milano finanza Service, Milano finanza Service, Milano 1998-2000.

$$EVA^{\circledR} = NOPAT - WACC \times COIN$$

dove $EVA^{\circledR} = \textit{Economic Value Added}$;

NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) = risultato operativo netto dopo le imposte;

WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) = costo medio ponderato del capitale;

COIN = capitale operativo investito netto.

Si deduce che la grandezza in questione deriva dalla differenza algebrica tra il reddito operativo rettificato al netto delle imposte figurative ed il costo medio ponderato del capitale impiegato, acquisito sia con vincolo di capitale sia di credito²⁴³; essa quindi stima il vero profitto realizzato dall'azienda ed è pari alla differenza tra i ricavi e la remunerazione minima richiesta dagli investitori definita in base a quella recepita in caso di impiego alternativo.

Se il valore assunto dall'indicatore è positivo, ovvero se $EVA^{\circledR} > 0$, l'azienda in considerazione sta creando valore economico dopo aver remunerato i propri fornitori di capitale di credito (finanziatori esterni) e di rischio (soci)²⁴⁴.

In tali termini, l' EVA^{\circledR} non è altro che la differenza tra il ritorno attuale e quello atteso, moltiplicata per l'ammontare del capitale investito, quindi un suo valore positivo rende più attrattiva agli occhi degli investitori la società che lo produce e permette di raccogliere nuova ricchezza.

Al fine di meglio comprendere la significatività dell'indice così riportato, la sua formula di determinazione può essere anche proposta come di seguito:

²⁴³ GONNELLA E., *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda – Valutazione stand-alone*, Pisa University Press, 2013.

²⁴⁴ Nel caso in cui il tasso di rendimento del capitale investito, dato dal rapporto NOPAT/COIN, sia pari esattamente al WACC allora l'impresa non apporterà cambiamenti al capitale in essere dato che non avrà prodotto né distrutto valore.

$$\begin{aligned} \text{EVA}^{\text{®}} &= (\text{NOPAT}/\text{COIN} - \text{WACC}) * \text{COIN} = \\ &= (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{COIN} \end{aligned}$$

dove $\text{EVA}^{\text{®}} = \text{Economic Value Added}$;

$\text{ROIC}^{245} = \text{NOPAT}/\text{Coin}$;

$\text{WACC} = \text{Weighted Average Cost of Capital}$, nonché costo medio ponderato del capitale;

$\text{COIN} = \text{capitale investito operativo netto}$.

Da questa espressione l' $\text{EVA}^{\text{®}}$ appare esplicitamente pari alla differenza tra il rendimento e il costo del capitale investito.

Si considerano adesso le sue componenti, nonché la loro determinazione in ambito contabile.

Net Operating Profit After Taxes

Si parte dal NOPAT, grandezza che rappresenta un indicatore della gestione economica dell'impresa e consente di sterilizzare gli effetti delle diverse modalità di finanziamento del capitale investito nella gestione operativa.

La sua determinazione ha un'assoluta importanza per la comprensione della performance reale dell'impresa poiché misura l'ammontare di profitto disponibile per la remunerazione dei capitali investiti in azienda, sia a titolo di finanziamento da terzi, sia a titolo di capitale di rischio.

Il suo valore deriva dalle seguenti operazioni algebriche:

Ricavi operativi numerari	-
Costi operativi numerari	=
<hr/>	
Risultato operativo lordo	-
Ammortamenti e accantonamenti operativi	=
<hr/>	
EBIT (<i>Earning before interests and taxes</i>)	-

²⁴⁵ Il ROIC è un indicatore il cui valore è approssimabile al ROI e misura il rendimento del capitale investito, nonché la differenza tra il rendimento del capitale investito e il costo dello stesso.

$$\frac{\text{Imposte sul reddito operative}}{\text{NOPAT}} =$$

Le imposte presenti nel calcolo qui sopra esposto sono “unlevered” perché per la loro determinazione non si tiene conto dello scudo fiscale derivante dalla presenza degli oneri finanziari in bilancio quindi, esse sono diverse dalle imposte presenti in Conto Economico. Il loro ammontare non può essere definito attraverso la semplice applicazione all’EBIT di un’aliquota d’imposta media, t, perché in tal modo si trascurerebbero le variazioni fiscali apportate in dichiarazione. Si arriverà al corretto importo da sottrarre al reddito operativo attraverso la seguente formula²⁴⁶:

$$\begin{array}{rcl} \text{Imposte sul reddito d'esercizio (Voce 22 del C.E.)} & & + \\ \text{Scudo fiscale su OF (37\% * Voce C17 del C.E.)} & & = \\ \hline \text{Imposte sottratte dall'EBIT per la determinazione del NOPAT} & & \end{array}$$

Poiché esso deriva dalla differenza tra i ricavi operativi e i costi operativi, nei quali sono implicitamente compresi anche gli oneri finanziari legati alla dilazione di pagamento riconosciuta dai fornitori, allora sembra opportuno confrontarlo con il costo del COIN, capitale investito nella gestione operativa al netto delle passività operative, piuttosto che con il costo del totale delle attività.

Capitale Operativo Investito Netto

La seconda grandezza presente nel calcolo dell’EVA[®] è quella del Capitale Operativo Investito Netto (COIN) il cui valore esprime il volume complessivo degli investimenti richiesti dalla gestione operativa al netto delle passività spontanee complessive suscitate dalla stessa gestione operativa, ossia al netto non solo dell’indebitamento verso fornitori ma anche di tutti gli accantonamenti legati alla gestione operativa (TFR, fondi spese, fondi rischi).

²⁴⁶ GIUNTA F., BONACCHI M., Rapporto economico e finanziario sul sistema industriale pratese (2001-2004), Franco Angeli 2006.

Figura 14 Il Capitale Operativo Investito netto



Partendo dal Capitale Circolante Netto Commerciale (CCNc)²⁴⁷, si arriverà al COIN che, rispetto al primo, è un margine più ampio e incentrato sui valori dell'area operativa della gestione:

CCN commerciale	+
Investimenti legati alla struttura commerciale	-
Altre passività operative non legate al ciclo operativo	=
Capitale Operativo Investito Netto (COIN)	

L'aggregato esprime dunque il fabbisogno finanziario netto totale riconducibile alla gestione operativa, quindi, il fabbisogno legato al ciclo operativo sommato a quello legato alla struttura operativa.

Weighted Average Cost of Capital

Ultima componente della formula tramite la quale si stima il valore creato è il costo medio ponderato del capitale investito, detto anche WACC.

Derivante dalla media tra il costo del debito e il costo dell'equity, questo tasso esprime quanto l'azienda deve sostenere per raccogliere il capitale in genere. Come appena detto, il suo valore viene determinato tramite una media ponderata

²⁴⁷ Il Capitale Circolante Netto commerciale (CCNc) è uguale alla differenza fra le attività e passività legate al ciclo operativo. Questo aggregato ha un significato ben preciso: esprime la consistenza del fabbisogno finanziario netto derivante dal ciclo operativo. (F. GIUNTA, 2010 www.analisdibilancio.it)

in cui i pesi utilizzati dipendono dalla struttura finanziaria dell'impresa in analisi: data la maggior rischio del capitale proprio, il suo costo (K_e) sarà sicuramente superiore rispetto a quello da sostenere per la raccolta del capitale di terzi (K_d).

Si otterrà il WACC dall'applicazione della seguente formula:

$$WACC = K_e \cdot \frac{E}{D + E} + K_d \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{D + E}$$

dove WACC = *Weighted Average Cost of Capital*;

K_e = tasso espressivo del costo di capitale di proprietà;

K_d = tasso espressivo del costo lordo del debito;

t = aliquota delle imposte sul reddito;

D = debiti finanziari (a valore di mercato)²⁴⁸ ;

E = capitale di proprietà (a valore di mercato).

K_d , costo medio dell'indebitamento a medio-lungo termine nelle attuali condizioni di mercato, può essere determinato attraverso due modalità diverse: tramite il rapporto tra gli oneri finanziari e i debiti di finanziamento, ovvero con l'indice di bilancio ROD pari al rapporto tra gli oneri finanziari netti e la posizione finanziaria netta. Il suo valore così determinato è espresso in termini lordi. Nella formula sopra verrà inserito al netto del risparmio d'imposta, perciò moltiplicato per il termine $(1-t)$ dove t rappresenta l'aliquota d'imposta ai fini IRES pari al 27,5%, l'unica per la quale è prevista la deducibilità degli oneri finanziari.

Per la stima del costo del debito viene osservata la situazione macroeconomica presente sul mercato, quindi i tassi di interesse vigenti nel sistema economico e,

²⁴⁸ Per le problematiche relative all'espressione in termini di valori correnti dei debiti finanziari di rimanda a J.D. VINSO, Debt-Free Approach Revisted, in Business Valuation Review, March 1995, pp. 36-43.

insieme ad essa, il rischio di default dell'azienda in analisi, elemento di differenziazione tra una società e l'altra.

Il tasso di remunerazione normale del capitale di proprietà, K_e , esprime il rendimento normale offerto da investimenti a titolo di capitale di proprietà in aziende caratterizzate dal medesimo profilo di rischio. Al contrario del costo dell'indebitamento, esplicito perché presente in bilancio, quello dell'equity è un costo opportunità legato alla rinuncia di un investimento alternativo, quindi non previsto espressamente.

Il suo valore deriva dal seguente calcolo extracontabile:

$$K_e = R_f + s$$

dove " R_f " è il tasso free-risk, stimato con riferimento ai titoli di Stato ed espresso in termini reali ovvero nominali, quindi al netto o al lordo dell'inflazione; il parametro " s " rappresenta invece il premio per il rischio specifico, proprio per ogni azienda, corrisposto per remunerare il "privarsi di capitali" e il rischio di assenza di remunerazione o perdita delle somme investite. Il suo valore varierà in funzione del tipo di investimento e della rischiosità ad esso associata e potrà essere determinato utilizzando varie metodologie tra cui la più diffusa è quella del *Capital Asset Price Model*²⁴⁹ (CAPM)²⁵⁰.

Ai fini del calcolo dell'EVA[®], è necessario infine apportare delle rettifiche ai valori contabili, modifiche che Bennet Stewart identificava in un numero superiore a 160 ma che per semplicità si riconducono a tre tipologie, in generale compiute al fine di:

²⁴⁹ Per un approfondimento sul CAPM si veda R.F. Reilly, R.P. Schweihs, *The Handbook of Business Valuation and Intellectual Property Analysis*, McGraw-Hill 2004.

²⁵⁰ GONNELLA E., *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda – Valutazione stand-alone*, Pisa University Press, 2013 pp. 114-117.

1. rendere omogenei i termini di confronto per il calcolo dell' EVA[®], depurando il NOPAT da componenti reddituali di natura finanziaria (ad es. gli interessi passivi impliciti nei costi operativi), presenti nel risultato operativo;
2. assicurare la coerenza tra elementi inclusi nel capitale investito e la misura del NOPAT impiegata per il calcolo del rendimento (ad es. accantonamenti a fondi rettificativi dell'attivo);
3. ripartire i risultati tra gli esercizi (ad es. per i costi di R&S sostenuti nell'anno, che porteranno beneficio negli anni successivi, occorre imputare una quota di costo per gli anni di riferimento, tramite capitalizzazione degli stessi costi).

In modo maggiormente schematico, è possibile sintetizzare le principali tipologie di rettifiche da operare a NOPAT e Capitale Investito come mostrato di seguito:

Figura 15 *Le principali rettifiche al capitale e al reddito ai fini della determinazione dell'EVA*

<i>Reddito operativo contabile al netto delle imposte</i>	<i>Capitale investito contabile</i>
+ Accantonamento per imposte differite + Variazione della riserva LIFO + Ammortamento avviamento + Costi da capitalizzare (es. costi sostenuti per beni immateriali al netto della quota di mantenimento) + Accantonamento a riserve per spese future + Accantonamento a fondi rischi generici ± Perdite ed utili straordinari dopo le imposte (rettificati attraverso un processo di normalizzazione)	+ Fondo per imposte differite + Riserva LIFO + Cumulata degli ammortamenti dell'avviamento + Avviamento non contabilizzato + Cumulata dei costi per <i>intangibles</i> da capitalizzare al netto dei costi di mantenimento + Riserve per spese future + Fondi rischi generici ± Cumulata delle componenti straordinarie di reddito (positive e negative) al netto dell'effetto fiscale
= NOPAT	= CI

4.3 EVA[®] e flussi di cassa: il legame esistente nella misurazione del valore e delle performance.

Si desume da quanto finora detto che l'EVA[®] rappresenti un indicatore legato alle manifestazioni economiche della gestione di breve e lungo periodo; esso è espresso in termini di flussi reddituali, quindi di risultati effettivamente raggiunti

all'interno del singolo esercizio, dato il rispetto del principio di competenza con il quale viene redatto il bilancio. Così facendo viene misurato in modo "assoluto" il valore, poiché vi è un confronto tra il flusso di reddito del capitale investito nella gestione operativa e il costo di quest'ultimo.

Alcuni strumenti di misurazione del valore che, invece, si basano sui flussi di cassa prodotti dall'azienda, non hanno la stessa capacità segnaletica dell'EVA[®] per quanto riguarda le performance del breve periodo: ciò è dovuto al fatto che i flussi di cassa rappresentano un ottimo indicatore della liquidità generata, nonché strumento per misurare il valore di un investimento nel corso del suo intero ciclo di vita, ma non sono espressivi del risultato conseguito durante l'esercizio²⁵¹.

Come già detto, creare valore per gli azionisti significa, in buona sostanza, favorire il processo di generazione di cash flow in eccesso rispetto alla congrua remunerazione del capitale investito. Pertanto, i flussi di cassa costituiscono la tipica fonte del profitto azionario.

È dimostrabile come, in presenza di determinate ipotesi valutative, sia possibile convergere al solito valore di stima del capitale economico d'impresa attraverso due strumenti di valutazione diversi, l'EVA[®] e il metodo basato sui flussi finanziari. Le ipotesi in questione sono relative ai seguenti aspetti:

- le proiezioni analitiche sulle grandezze flusso sono compiute per un numero di anni pari a "n";
- dall'ultimo anno di previsione in poi, si avrà una crescita costante, al tasso g , dei flussi considerati;
- alle rettifiche compiute sulle grandezze analizzate dal metodo EVA[®] devono corrispondere i relativi aggiustamenti dei flussi di cassa;
- il capitale investito varia annualmente al tasso costante k ;
- il tasso di crescita dei flussi, g , è pari al tasso di variazione del capitale, k .

²⁵¹ GIUNTA F., BONACCHI M., SAVAGLIO G., La Creazione di valore nel distretto tessile pratese: primi risultati di una ricerca, in Liuc Papers n. 86, Serie Piccola e Media Impresa 6, maggio 2001.

Per dimostrare il legame esistente tra l'EVA Method e il metodo finanziario, nella sua versione pura e unlevered, sarà necessario focalizzare l'attenzione sul firm value (o valore economico degli asset) dato che il valore economico dell'equity è pari alla differenza tra il firm value stesso e il valore corrente dei debiti finanziari.

Si prosegue allora alla determinazione della grandezza in questione per mezzo dei due diversi metodi sopra citati.

Ipotizzando un orizzonte temporale illimitato e applicando il metodo del valore economico aggiunto, il firm value deriverà dall'utilizzo della seguente formula:

$$W_{FIRM-EVA} = CI_0 + \frac{EVA_1}{(1+wacc)} + \frac{EVA_2}{(1+wacc)^2} + \dots + \frac{EVA_n}{(1+wacc)^n} + \frac{EVA_n \cdot (1+g)}{wacc-g} \cdot \frac{1}{(1+wacc)^n}$$

dove $W_{FIRM-EVA}$ = valore economico dell'attivo stimato con il metodo EVA[®];

CI_0 = capitale investito operativo iniziale;

$EVA_1, EVA_2, \dots, EVA_n$ = Economic Value Added calcolati su base annua;

$wacc$ = costo medio ponderato delle fonti di finanziamento;

g = saggio di crescita (growth rate)²⁵²;

n = orizzonte temporale di riferimento.

Aggiungendo al valore attuale degli EVA[®] puntuali dei primi n anni di previsione, la somma sinottica dell'EVA[®] atteso dopo l'n-esimo anno, si otterrà il Market Value Added (MVA). Il suo valore sintetico, derivato dalla

²⁵² Il tasso di crescita g esprime la crescita prevista per l'azienda oltre l'orizzonte temporale; si tende, nella pratica, ad attribuire a g un valore uguale o vicino alla crescita prevista per l'economia generale. Si confronti sull'argomento GUATRI LUIGI, op. cit., pagg. 153 - 159 ed ISOLA ANTONIO, I dati quantitativi e qualitativi ed i parametri di valutazione, A.A.V.V., Valutare l'azienda, IPSOA Editore Spa, Milano, 1997, pagina 34.

capitalizzazione in perpetuo al tasso wacc dell'EVA[®] medio normale atteso, sarà dunque pari a:

$$MVA = \frac{EVA}{wacc}$$

Quindi, utilizzando la formula qui sopra esposta, si avrà che:

$$W_{FIRM-EVA} = CI_0 + \frac{EVA}{wacc}$$

Dato che l'EVA[®] deriva dalla differenza tra il Nopat e il costo medio del capitale investito nell'attività operativa a inizio periodo, allora l'espressione sopra potrà essere scritta anche nel seguente modo:

$$W_{FIRM-EVA} = CI_0 + \frac{Nopat - wacc \cdot CI_0}{wacc} = \frac{CI_0 \cdot wacc + Nopat - wacc \cdot CI_0}{wacc} = \frac{Nopat}{wacc}$$

Il Firm Value, in modo approssimato, è dunque pari alla capitalizzazione del valore medio atteso del Nopat, al tasso wacc²⁵³.

Qualora invece si utilizzi il metodo finanziario puro unlevered, il Firm Value sarà assimilabile ad una rendita perpetua, di importo pari al Free Cash Flow to Firm medio normale atteso (FCFF), capitalizzata al tasso wacc:

$$W_{FIRM-met.fin.} = \frac{FCFF}{wacc}$$

Per dimostrare la convergenza allo stesso valore dei due metodi sopra esposti, è necessario partire dall'eguagliare i loro risultati:

²⁵³ ROMANO M., I rapporti tra "E.V.A." e flussi di cassa nella misurazione del valore e della performance nelle aziende in equilibrio: prospettive di analisi dinamica, RIREA, 2002.

$$W_{FIRM-Eva} = W_{FIRM-met.fin.}$$

$$\Rightarrow \frac{Nopat}{wacc} = \frac{FCFF}{wacc}$$

$$\Rightarrow Nopat = FCFF$$

Utilizzando le formule sintetiche, i due metodi porteranno quindi allo stesso valore solo se il Nopat e il FCFF normale medio atteso saranno uguali.

Il valore di quest'ultima grandezza potrà essere determinata come segue:

$$FCFF = MOL - T_{op} - \Delta CI = RO \cdot (1 - t) + amm.to - \Delta CI$$

dove MOL = margine operativo lordo medio atteso;

T_{op} = imposte calcolate applicando l'aliquota media t al RO;

ΔCI = variazione del capitale investito operativo, al lordo degli ammortamenti.

Amm.to = ammortamenti operativi;

RO = reddito operativo, pari al margine operativo al netto degli ammortamenti.

Moltiplicando il reddito operativo (RO) per $(1-t)$ si otterrà il Nopat perciò, la formula sopra potrà essere scritta anche nel seguente modo:

$$FCFF = Nopat + amm.to - \Delta CI$$

Da ciò deriva che l'equazione $W_{FIRM-Eva} = W_{FIRM-met.fin.}$ sarà soddisfatta solo se:

$$amm.to - \Delta CI = 0$$

$$\Rightarrow amm.to = \Delta CI$$

In generale si avrà quindi che:

$$W_{FIRM-Eva} = \frac{Nopat}{wacc}$$

Si è precisato che le grandezze considerate sono valori medi attesi, quindi la dimostrazione appena svolta si riferisce ad uno scenario di equilibrio, detto di *steady state*, in cui l'azienda produce costi, ricavi, nonché flussi economico-finanziari costanti, non vi sono fenomeni di crescita e il leverage è stabile.

Qualora invece lo scenario in oggetto si dimostrasse dinamico, quindi i fattori di stima del Firm Value variabili, attraverso il differenziale totale della formula sintetica $W_{FIRM-Eva} = \frac{Nopat}{wacc}$ si otterrebbe una variazione del Firm Value, generata dal cambiamento delle sue componenti, pari alla differenza tra le variazioni percentuali subite da quest'ultime²⁵⁴:

$$\frac{\Delta W_{FIRM}}{W_{FIRM}}(\%) = \frac{\Delta Nopat}{Nopat}(\%) - \frac{\Delta wacc}{wacc}(\%)$$

4.4 Vantaggi e svantaggi dell'EVA®

Si è soliti affermare che il metodo del valore economico aggiunto sia in grado, più di ogni altro modello o indicatore, di spiegare la correlazione tra il valore dell'impresa e quello delle azioni; per molti studiosi rappresenta infatti la principale misura del reddito residuo, ovvero del valore per gli azionisti²⁵⁵.

Osservando il valore dell'EVA®, il management può ad esempio rilevare parti di business mal funzionanti, cioè una o più divisioni aziendali non in grado di produrre ricchezza: quindi sarà più facile intervenire sulla gestione, indirizzando le risorse impiegate in comparti più produttivi. Attraverso tale indicatore i responsabili societari potranno arrivare alla conclusione che, quindi, è bene investire solo se l'aumento degli utili è sufficiente a coprire il costo del capitale.

²⁵⁴ ROMANO M., I rapporti tra "E.V.A." e flussi di cassa nella misurazione del valore e della performance nelle aziende in equilibrio: prospettive di analisi dinamica, RIREA, 2002.

²⁵⁵ R. Anthony, "Accounting for the Cost of Equity," Harvard Business Review (1973), pp. 88-102 e "Equity Interest – Its Time Has Come," Journal of Accountancy 154 (1982).

Un altro aspetto positivo è dato dalla capacità dell'EVA[®] di migliorare la corporate governance della società, dato che un suo valore più elevato implica maggiori bonus ai dirigenti che lavorano duro, e ciò si dimostra di buon auspicio anche per l'azienda²⁵⁶.

A differenza degli utili contabili, come il risultato operativo e l'utile netto, l'EVA[®] è un valore economico e si basa sull'idea che un business debba coprire sia i costi operativi, sia i costi di capitale e, quindi, presenta un quadro migliore e veritiero della società per i proprietari, i creditori, i dipendenti, gli azionisti e tutte le altre parti interessate. È anche un aiuto per i proprietari della società che vogliono identificare la persona giusta, nonché più adatta a gestire in modo efficace ed efficiente il business aziendale.

Infine, utilizzando tale indicatore, la società sarà in grado di valutare i progetti in modo indipendente, quindi, decidere se eseguirli o meno.

Nonostante le numerose potenzialità fino ad ora presentate, la grandezza in oggetto non è però esente da limiti e svantaggi: essa ad esempio non comporta previsioni dei flussi di cassa futuri e non misura il valore attuale. Dipendendo dal livello corrente dei guadagni, può quindi premiare i manager che assumono progetti con rimborsi rapidi e penalizzare coloro che, invece, investono in progetti con periodi di gestazione lunghi.

Molte imprese start-up, ad esempio, possono presentare nei primi anni di attività pesanti spese in conto capitale e guadagni bassi o negativi: ciò però non implicherà un NPV²⁵⁷ negativo se gli utili operativi e i flussi di cassa saranno sufficientemente elevati in seguito; l'EVA[®] invece si presenterà comunque con un valore negativo negli anni di avvio, anche qualora il progetto fosse sulla buona strada per un forte e positivo NPV. Il problema in questi casi non è quindi legato all'EVA[®], ma alla misurazione del reddito e al rispetto dei principi

²⁵⁶ CHEN S., DODD L. J., Economic Value Asses (EVATM): An Empirical Examination Of A New Corporate Performance Measure, in Journal Of Managerial Issues, Vol. IX n. 3 1997.

²⁵⁷ Il NPV è il Net Present Value, corrispondente dell'italiano Valore Attuale Netto (VAN) cioè del valore dei flussi di cassa attesi, attualizzati ad un tasso pari al costo del capitale investito.

contabili di redazione del bilancio. Non bisogna infatti dimenticare che l'applicazione dell'EVA method richiede importanti e numerosi cambiamenti sia nel conto economico, sia nello stato patrimoniale²⁵⁸.

Tra gli svantaggi dell'EVA[®] si ha dunque la difficoltà del suo calcolo nel quale inoltre non si tiene conto dell'inflazione.

Se si analizzano aziende monobusiness, tipicamente di medie dimensioni e non quotate in Borsa, la valutazione compiuta tramite la metodologia del DCF si dimostrerà dunque più veritiera, giacchè in grado di mettere in luce eventuali tensioni finanziarie. Le aziende di questo tipo sono infatti viste come un grande investimento, con esborso iniziale pari all'ammontare dell'equity value e a fronte del quale si generano flussi di cassa in grado di remunerare i portatori di capitale e liberare ricchezza aggiuntiva per l'azionista²⁵⁹.

Non bisogna infine dimenticare che l'EVA[®] dipende dal WACC e questo, a sua volta, è influenzato da molti fattori quali ad esempio i tassi di mercato, il premio per il rischio, la rischiosità connessa alla struttura patrimoniale dell'azienda. L'utilizzo del metodo del valore economico aggiunto potrebbe in conclusione risultare uno strumento di metrica della ricchezza fuorviante perché riflette le oscillazioni momentanee dei mercati dei capitali, piuttosto che le prestazioni inerenti all'azienda; esso si presenta inoltre come "azionista-centrico", quindi di scarsa rilevanza per il resto delle parti interessate.

Il suo valore può essere oggetto di manipolazioni in quanto modificabile attraverso tagli di spese relative al marketing, o a nuovi impianti e, ciò potrà essere fonte di conseguenze negative nel lungo periodo.

In definitiva, prima di decidere se applicare o meno il metodo qui discusso sarà opportuno per l'azienda considerare tutti vantaggi e svantaggi legati alla sua implementazione.

²⁵⁸ Come già detto nel paragrafo 4.3, le rettifiche da applicare ai valori contabili furono definiti da Bennet Stewart pari ad un valore superiore a 160.

²⁵⁹ G.GUGLIELMI, Il Rapporto tra EVA e DCF, in La valutazione delle aziende, n. 8, 1998.

4.5 I drivers del valore

Trattando il concetto di valore e il modello EVA[®], strumento finalizzato alla misurazione della ricchezza creata o distrutta dalla gestione aziendale, diventa necessario adesso esporre una breve presentazione di quelle che sono le leve che portano al valore dell'impresa, parametri che la dottrina oggi definisce con il nome di "value drivers".

Il modello per la creazione del valore si basa appunto su questo concetto: all'analisi finale compiuta sull'entità aziendale è affidato il compito di identificare tali leve o, almeno, le principali tra esse, stabilendo in questo modo la posizione attuale dell'impresa lungo la via che porta a generare valore e facendone in qualche caso anche la storia, se ciò giova alla comprensione²⁶⁰. L'obiettivo dunque è sicuramente quello di definire le determinanti del valore e di riuscire a gestirle, così che si possa generare un collegamento tra la performance operativa e la creazione di valore stessa.

Le attività-chiave del cammino di cui si sta trattando sono rappresentate dallo sviluppo dell'albero dei driver finanziari e operativi e sono mirate al sostegno dei manager nello sviluppo di piani di miglioramento a valore aggiunto.

Le determinanti della creazione del valore, o value drivers, sono dunque l'insieme dei fattori, e delle variabili, in grado di agire, influenzare e stimolare la capacità delle varie business units in cui è suddivisa l'azienda, nell'obiettivo di incrementare il valore globale. In letteratura sono molte le testimonianze sul tema in questione: A. Rappaport (1998), T. Copeland, T. Koller, J. Murrin (1999), R. C. Scarlet (1997) definiscono queste grandezze come variabili in grado di influenzare il valore dell'impresa. Essi però non vengono individuati in modo tassativo, infatti il loro numero varia oscillando da cinque per gli autori come A. Rappaport e J. Davies, a otto come accade nel caso dello studioso R. Turner.

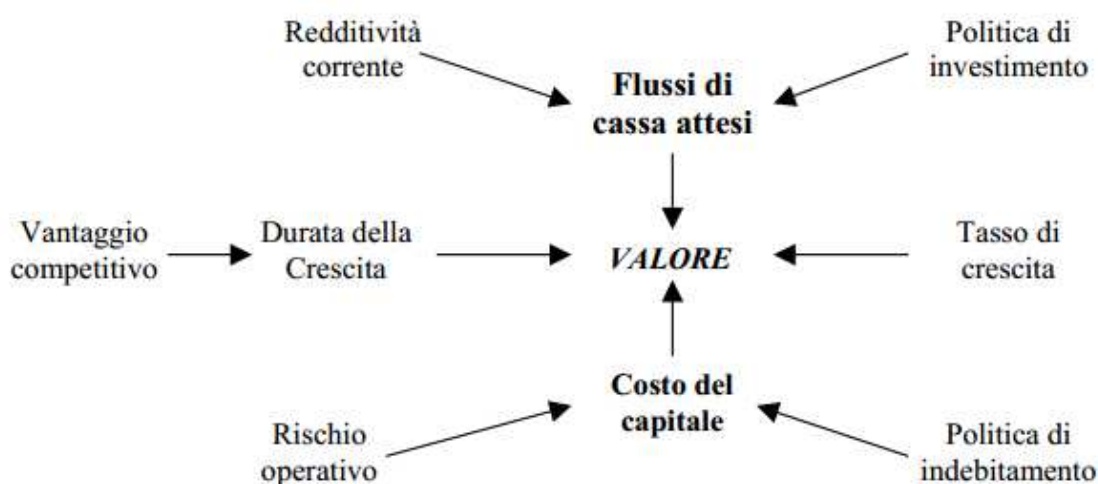
Tali drivers possono essere classificati in più gruppi: O.Tcheremnich identifica i fattori qualitativi, ovvero value drivers strategici, i quali sono inerenti al contesto strategico dell'azienda, e fattori quantitativi, ovvero value drivers finanziari, che

²⁶⁰ GUATRI L., SICCA L., Strategie, leve del valore, valutazione delle aziende, EGEA 2000.

si riferiscono alle analisi dei documenti contabili, utilizzano formule matematiche/previsionali e attengono alla sfera finanziaria dell'azienda²⁶¹; a questa suddivisione si affianca quella che separa i fattori interni all'impresa da quelli esterni, riferiti all'ambiente che circonda la società; infine è possibile distinguere i financial drivers, espressi in forma monetaria, dai non-financial che invece non trovano riscontro in termini finanziari²⁶².

Si tratta dunque di indicatori tradizionali, quali quozienti e margini aziendali che si trasformano in grandezze-chiave perché mettono in evidenza i cosiddetti “fattori di causa” della creazione del valore. Tra i principali si hanno il costo del capitale e i flussi di dividendi attesi, a loro volta dipendenti da altre determinanti, dato che il legame in essere con il valore economico di una strategia è pari alla differenza tra i rendimenti futuri e la remunerazione del capitale investito (Vedi Figura 16).

Figura 16 Le determinanti del valore



Fonte: MISANI N., 2002

²⁶¹ KPMG Phoomchai Business Advisory Ltd., a Thai member firm of KPMG, 2006, <http://www.kpmg.com>.

²⁶² KAZLAUSKIENE V., CHRISTAUSKAS C., Business Valuation Model Based on the Analysis of Business Value Drivers, ENGINEERING ECONOMICS. 2008. No 2 (57).

Focalizzando l'attenzione sulla grandezza oggetto del precedente paragrafo, vale a dire sull'EVA[®], sarà possibile costruire un organigramma di value drivers, denominato anche “albero del valore” (Vedi Figura 18), le cui variabili sono ben precise perché rappresentano le determinanti dell' EVA[®] stesso: si parla dunque di reddito operativo e di capitale investito, ma anche di pressione fiscale e di costo medio ponderato del capitale²⁶³, ognuno dei quali è ricollegabile a determinati value drivers.

Partendo dall'osservazione del reddito operativo e del capitale investito si può scomporre il valore della grandezza in questione utilizzando la formula “*Du Pont*”²⁶⁴ che consiste nella scissione dell'indice di redditività del capitale proprio ROE (*Return on Equity*) in più componenti. Il ROE è un indice di redditività globale ed evidenzia la remunerazione del capitale di rischio investito dai soci. La sua bontà si misura confrontando il risultato ottenuto con il rendimento da investimenti alternativi a basso rischio (titoli di Stato, depositi bancari, etc). Perciò il risultato del ROE si ritiene accettabile quando si verifica la relazione:

$$ROE > i$$

dove “i” è il tasso di remunerazione di investimenti alternativi e a basso rischio²⁶⁵ (Vedi Figura 17). Partendo quindi dall'indice:

$$ROE = \text{Utile Netto} / \text{Capitale Proprio}$$

Lo si moltiplica e divide per i Ricavi e il Totale delle Attività, ottenendo:

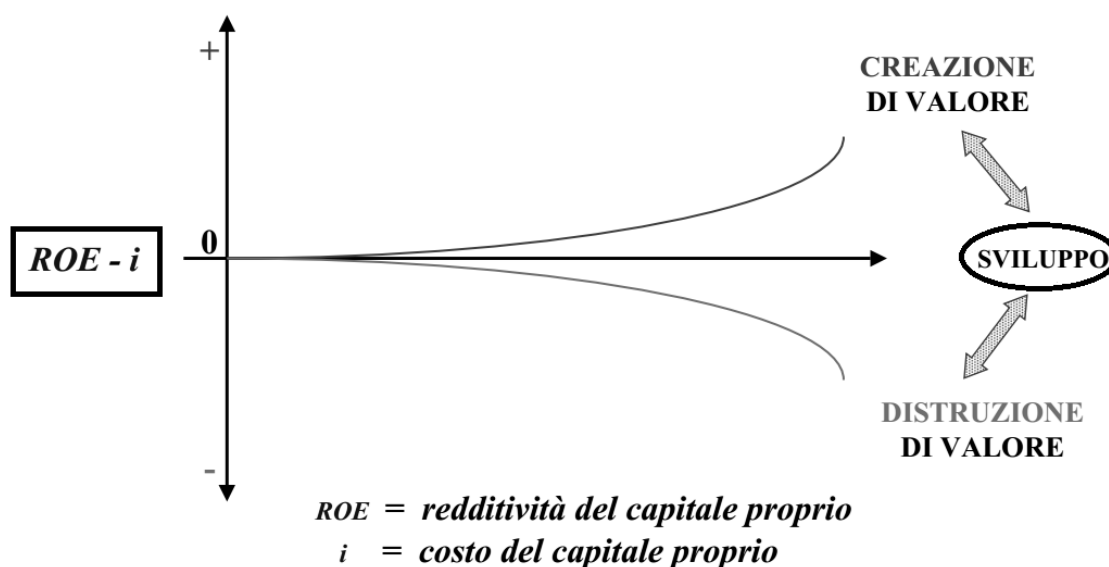
$$ROE = \text{Utile Netto} / \text{Ricavi} \cdot \text{Ricavi} / \text{Totale Attività} \cdot \text{Totale Attività} / \text{Capitale Proprio}$$

²⁶³ RAWLEY T., BENTON E. G., *The Valuation Handbook*, John Wiley & Sons, Inc. 2010 pp. 158.

²⁶⁴ Il nome deriva dal gruppo chimico statunitense DuPont Corporation, primo, nella prima metà del XX secolo, ad utilizzare tale formula.

²⁶⁵ DONNA G., *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci 1999.

Figura 17 ROE vs i : quando l'impresa crea valore



Fonte: G. Donna 2000

Lo schema di *DuPont* scompone così il *Return On Equity* in tre indicatori, rappresentanti i risultati delle diverse gestioni sia in termini reddituali che in termini patrimoniali.

1. Utile Netto/Ricavi → **Indice di Efficienza Operativa** (Profit Margin)

Il “profit margin” misura l'efficienza operativa e l'erosione del reddito dovuta agli interessi passivi e alle imposte.

2. Ricavi/Totale Attività → **Indice di Asset Turnover**

L'indice di rotazione delle attività (asset turnover) misura l'efficienza nell'impiego delle attività patrimoniali per generare ricavi.

3. Totale Attività/Capitale Proprio → **Indice di Leva Finanziaria**

Il rapporto di indebitamento misura l'effetto leva finanziaria. Viene utilizzato per verificare il grado di dipendenza dell'impresa da fonti finanziarie esterne. Quanto più alto sarà il valore tanto meno equilibrata sarà giudicata la struttura finanziaria²⁶⁶.

Attraverso alcuni passaggi algebrici è possibile vedere il ROE come prodotto dei seguenti indici:

²⁶⁶ BORSA ITALIANA, Lo schema DuPont, 3 febbraio 2012, <http://www.borsaitaliana.it>.

$$\text{ROE} = \text{ROI} \times \text{LEVERAGE} \times \text{INDICE DI INCIDENZA DI GESTIONE NON CARATTERISTICA}$$

Muovendo da questo, le cause che determinano la redditività si possono quindi rilevare nel ROI²⁶⁷ e, di conseguenza, nella redditività delle vendite (ROS) e nell'efficienza dell'utilizzo del capitale dato che il Return of Investment (ROI) è determinato dalla seguente formula:

$$\text{ROI} = \text{ROS} \times \text{INDICE ROTAZIONE DEGLI IMPIEGHI}^{268}$$

Per ciò che riguarda il ROS, esso misura la redditività delle vendite, cioè il reddito operativo conseguito in relazione ai ricavi di vendita ottenuti; tale indice influenza direttamente il ROI e permette di esprimere un giudizio sulle politiche di vendita effettuate dall'azienda. Questo a sua volta è legato al livello di costi e ricavi operativi e ciò rimanda ai value drivers riguardanti la produttività del lavoro e del capitale.

Focalizzando l'attenzione sull'intensità dell'utilizzo del capitale, si analizza quello che è il Capital Turnover, grandezza data dal rapporto tra i ricavi e il COIN: quest'ultimo è uno dei margini di struttura calcolabili nel caso in cui venga compiuta la riclassificazione dello Stato patrimoniale secondo il criterio funzionale e deriva dalla sommatoria del Capitale Circolante Operativo Netto e del Capitale fisso operativo netto; esso rappresenta quindi il totale del capitale investito e, rapportato al fatturato, esprime la rigidità/flessibilità del complesso aziendale.

²⁶⁷ Il ROI esprime la redditività del capitale investito, cioè il rendimento aziendale collegato alla sola gestione caratteristica e rapportato all'intero capitale investito (proprio e di terzi); più elevato è il risultato di questo indice, maggiore è la capacità reddituale dell'azienda.

²⁶⁸ L'INDICE DI ROTAZIONE DEGLI IMPIEGHI, dato dal rapporto tra i ricavi di vendita e il totale degli impieghi, esprime il numero di volte in cui quest'ultima grandezza si rinnova attraverso le vendite; maggiore è il risultato ottenuto con questo indice, maggiore è l'efficienza dell'impresa.

Approfondendo ancor più l'analisi, quindi sostituendo il COIN con il Capitale circolante netto commerciale²⁶⁹, si potrà osservare l'efficienza dell'azienda nell'utilizzo del circolante.

Il secondo fattore d'influenza del valore sopra citato è il costo del capitale investito, detto anche WACC²⁷⁰, il cui ammontare è influenzato dal rischio operativo, che richiama la struttura dei costi, quindi l'analisi del ROI, e da quello finanziario per il quale è invece necessario osservare il grado di solidità patrimoniale e di liquidità della società.

Il WACC deriva da una media ponderata tra il costo del capitale di rischio e il costo del debito: una volta prefissato quest'ultimo e ipotizzato lo scudo fiscale sugli interessi passivi, non rimarrà che ragionare sul costo del capitale proprio, il cui valore si rifà all'entità del rischio operativo e finanziario. Per il primo, come già detto, si guarderà al ROI e alle sue componenti mentre, per determinare il rischio finanziario è necessario richiamare i seguenti indici:

1. *Grado di indebitamento*, dato dal rapporto tra i debiti finanziari e il capitale netto (Debt/Equity);
2. *Incidenza degli oneri finanziari sul fatturato*;
3. *Coverage ratio*, cioè il tasso di copertura degli oneri finanziari, misurato dal rapporto tra EBIT e oneri finanziari;
4. *Margine di struttura*, dato dalla differenza tra il capitale netto e le immobilizzazioni;
5. *Margine di liquidità generale*, anche detto Capitale Circolante netto finanziario, risultato dalla sottrazione delle passività correnti alle attività correnti.

²⁶⁹ Il Capitale Circolante Netto Commerciale (CCNc) è un margine determinabile dalla classificazione dello SP secondo il principio della pertinenza. Esso è dato dalla differenza tra le attività e le passività legate al ciclo operativo, vale a dire alla sequenza di tre operazioni quali sono l'acquisto e la trasformazione dei fattori produttivi ai quali segue la vendita dei prodotti finiti. Dal CCNc è possibile quantificare il fabbisogno finanziario netto derivante dal ciclo qui sopra richiamato.

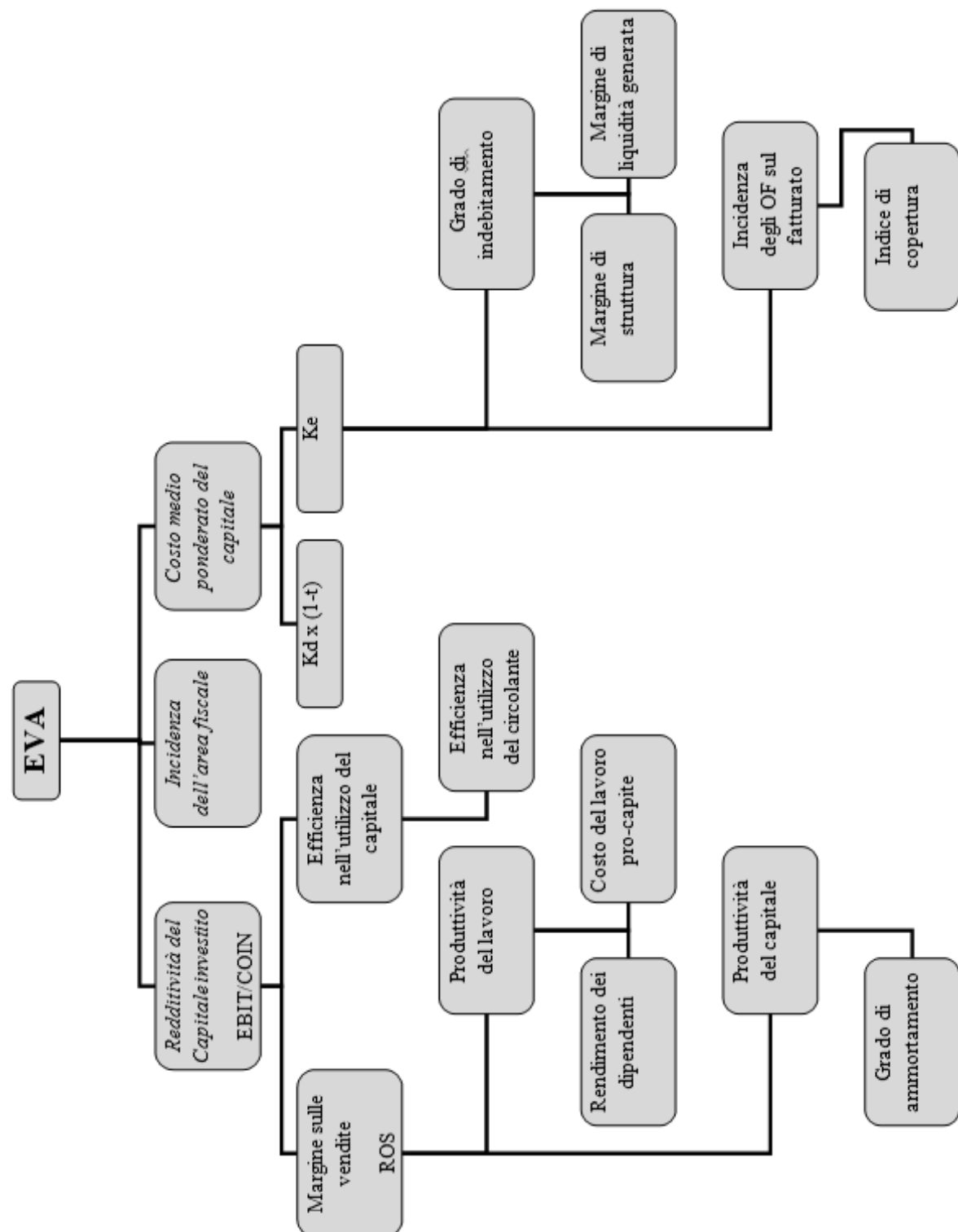
²⁷⁰ Per maggiori informazioni sull'argomento si rimanda al par. 4.2 del presente elaborato.

Ultimo fattore di influenza del valore è rappresentato dall'incidenza del carico fiscale, variabile fondamentale per la correzione del reddito operativo e, dunque, per la determinazione del NOPAT attraverso l'EBIT: per tale componente non sarà però necessario compiere un dettaglio delle cause che ne determinano l'ammontare dato che la capacità dell'impresa di manovrare questa grandezza è molto limitata²⁷¹.

Osservando in modo sistematico le condizioni segnalate dai value drivers sopra richiamati, sarà possibile elaborare un ritratto di quella che è l'impresa capace di creare valore.

²⁷¹ GIUNTA F., BONACCHI M., SAVAGLIO G., La Creazione di valore nel distretto tessile pratese: primi risultati di una ricerca, in Liuc Papers n. 86, Serie Piccola e Media Impresa 6, maggio 2001.

Figura 18 *L'albero del valore*



Fonte: GIUNTA F., BONACCHI M., SAVAGLIO G. (2001) modificato.

CAPITOLO QUINTO

L'EVIDENZA EMPIRICA

Sommario: 5.1 Introduzione e presentazione della base letteraria; 5.2 Descrizione della ricerca: modello e finalità; 5.3 Limiti della ricerca; 5.4 La descrizione del campione; 5.5 La ricerca passo dopo passo; 5.6 Analisi e discussione dei risultati conseguiti.

5.1 Introduzione e presentazione della base letteraria

Vista la diffusione della realtà in tema e la vastità di risorse teoriche presentate in parte nelle pagine precedenti, in questa sede si vuole indagare sul campione di imprese italiane in seguito descritto, con lo scopo ultimo di constatare la validità dell'ipotesi più volte riportata dai media e da numerosi studi in campo circa le imprese con a capo una o più famiglie: secondo tale ipotesi infatti queste entità economiche, nonostante la crisi attuale che stiamo vivendo e, quindi, il duro periodo che l'Italia insieme ad altri Paesi sta affrontando, si dimostrano più forti rispetto alle altre società presenti sul mercato.

L'obiettivo dell'indagine è stato duplice in quanto si è cercato di verificare se e in che misura tali imprese creano valore per i portatori di capitale di rischio e, allo stesso tempo, sono stati individuati i principali fattori presenti alla base della creazione del valore.

Nel corso degli anni, gli interessati al tema in questione sono diventati sempre più numerosi²⁷²: sono stati creati dei veri e propri gruppi di ricerca sulla “family business”, sia a livello nazionale, come *l'Osservatorio ABU* nato dall'unione tra l'associazione Aidaf, la società bancaria Unicredit e l'Università Bocconi, sia a livello internazionale: anche la Commissione Europea ha istituito *l'Overview of Family Business Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies*, gruppo composto da esperti provenienti da diversi Paesi

²⁷² Cfr. par. 1.1.

dell'Unione Europea e creato con lo scopo di tenere aggiornata la Commissione su tutto ciò che caratterizza il soggetto in questione, assicurando il coordinamento con gli Stati membri e lo scambio di opinioni²⁷³.

La lettura e l'analisi di molte ricerche, basi per la stesura di questo elaborato, hanno evidenziato come, spesso, l'attenzione di questi studi sia rivolta a problemi che riguardano l'assetto proprietario, il ricambio generazionale, o semplicemente costatano l'andamento economico di tali società e il cambiamento della loro numerosità nel corso di un arco temporale predefinito.

Il quadro teorico di riferimento della relazione tra impresa familiare e performance è stato costruito nel tempo mediante l'applicazione di alcune teorie consolidate in letteratura e già richiamate all'interno dei precedenti capitoli: tra le più note si hanno la resource-based view (RBV), la teoria dell'agenzia e la stewardship theory, apparentemente in contrasto tra loro e non in grado di spiegare in modo approfondito il rapporto esistente tra il trinomio famiglia-impresa-performance ma che, se considerate in modo complementare e da più prospettive, come la letteratura stessa raccomanda (Le Breton-Miller et al., 2011; Sciarelli, 2007), allora saranno indispensabili per definire un quadro di elementi e caratteri del sistema "family business" in grado di influenzare le performance aziendali registrate nel corso del tempo. In modo generale e sintetico è possibile dire che la prima delle tre teorie citate, la teoria RBV, è utile per la definizione delle risorse e competenze che determinano le performance di un'impresa (Penrose, 1959; Prahalad e Hamel, 1990; Wernerfelt, 1984): esse sono la fonte di un forte vantaggio competitivo se in grado di adattarsi alla realtà economica e alla sua dinamicità (Teece et al., 1997). A riguardo si richiama il termine "familiness" creato da Habbershon e Williams nel 1999, con il quale si individuavano le risorse generate dall'azienda familiare, suddivise in due classi,

²⁷³ Per ulteriori informazioni sull'argomento si rimanda al sito della Commissione Europea, sezione REGISTRO DEI GRUPPI ESPERTI DELLA COMMISSIONE E DI ALTRI ORGANISMI ANALOGHI. www.ec.europa.eu.

distinctive e constrictive, a seconda della loro natura innovativa e originale ovvero di sviluppo di altre già esistenti e in grado di intervenire sulla capacità di creare valore.

Qualora l'analisi svolta voglia invece constatare la relazione esistente tra proprietà e potere, quindi l'influenza che una direzione esterna può avere sulla performance aziendale, allora si ricorrerà alla teoria dell'agenzia (Jensen e Meckling, 1976; Shleifer e Vishny, 1997): in molte realtà economiche si riscontrano i costi di agenzia, costi legati al controllo compiuto sull'agente con lo scopo di verificare che la sua operatività sia in linea con gli obiettivi dell'impresa (Eisenhardt, 1989). Molti autori, tra i quali Daily e Dollinger, sostenevano che la presenza di familiari all'interno dell'organo direzionale potesse abbattere tali costi e ciò grazie alla maggior fiducia riconosciuta al discendente: la realtà rivela che questa conclusione non è sempre verificata e che parte di questi costi derivano anche da comportamenti opportunistici che gli azionisti di maggioranza tengono a danno delle minoranze (Morck et al., 1988).

Una caratteristica a volte riscontrata nelle family business, oggetto dell'ultima corrente di pensiero sopra citata, la *stewardship theory*, è quella relativa al comportamento dell'imprenditore, che guida l'impresa per raggiungere obiettivi di crescita collettiva e non soltanto di guadagni personali. Molti studiosi, tra i quali gli italiani Corbetta e Salvato, sostenevano la presenza di questa attitudine in numerosi imprenditori a capo di aziende familiari, dimostrata soprattutto nei momenti di programmazione della successione generazionale. La *stewardship* può quindi essere considerata una determinante delle performance delle imprese familiari, fonte di vantaggio competitivo (Eddleston e Kellermanns, 2007; Miller et al., 2008).

Dalla lettura incrociata delle tre teorie qui richiamate è possibile concludere che la creazione di ricchezza non è il primario obiettivo delle imprese familiari (Tagiuri e Davis, 1992): ad esso infatti si affiancano scopi di natura anche non economica ma necessari per far raggiungere il totale benessere all'impresa (Chrisman e Carroll, 1984).

Da ciò deriva la conclusione che parlare di creazione di valore per l'azienda in soli termini di ricchezza è sicuramente limitativo perché creare valore significa indirizzare la gestione verso l'implementazione di strategie che meritino gli sforzi, le energie e le risorse impiegati per il loro raggiungimento (Donna, 1999; Sicoli, 2008). In risposta a tale osservazione viene elaborata la teoria del valore (Guatri, 1991), secondo la quale l'attività di governo debba essere volta alla definizione di un complesso di obiettivi che riflettano le molteplici aspettative di tutti i soggetti che gravitano intorno all'impresa e non solo quelle degli azionisti (stakeholder theory - Freeman, 1984).

Alcuni importanti contributi in termini di ricerca sul campo portano il nome di Guido Corbetta, membro del Comitato editoriale di *Entrepreneurship Theory and Practice*, *Family Business Review*., fellow of IFERA (International Family Enterprise Research Academy), nonché professore titolare della cattedra AIdAF - Alberto Falck di Strategia delle aziende familiari: numerose sono le sue pubblicazioni sul tema in questione, molte rivolte all'analisi dell'assetto organizzativo, al ruolo del manager e alle strategie che portano al successo.

Al suo fianco si hanno le ricerche condotte in collaborazione con altre associazioni, tra le quali quelle dell'Osservatorio AUB già sopra richiamate.

Ulteriori indagini sono condotte periodicamente dal Centro Studi sull'impresa di famiglia "Di padre in figlio" che monitora costantemente il fenomeno family business per istituzioni, banche ed associazioni di categoria, affinché possano formulare proposte e soluzioni personalizzate alla loro clientela. Esponente rilevante di tale organo è Walter Zocchi, autore di numerose pubblicazioni sulle family businesses, pilastri della letteratura italiana e fonti di dati evolutivi sulla particolare realtà in oggetto.

5.2 Descrizione della ricerca: modello e finalità.

L'analisi in questione, visto lo scopo di dimostrare se davvero il "nuovo" campione selezionato, le aziende familiari, sia in grado di produrre risultati migliori in termini di valore creato o distrutto attraverso l'attività aziendale, rispetto ad altre realtà simili sul mercato, viene condotta attraverso un modello

empirico di tipo quantitativo, una ricerca su una popolazione (finita) di riferimento.

Per popolazione si intende un insieme di entità rappresentanti l'oggetto di studio mentre il campione è dato da una parte di essa, selezionato secondo precisi parametri e con l'obiettivo di condurre un'analisi più approfondita.

La popolazione può essere finita o infinita²⁷⁴ e viene spesso descritta dalle distribuzioni dei proprio valori. In numerosi casi ci si riferisce alle popolazioni in termini delle loro distribuzioni: se la popolazione è finita allora si farà riferimento alla distribuzione effettiva dei valori, detta anche distribuzione di frequenza. Qualora invece la popolazione fosse infinita, la distribuzione corrispondente sarebbe quella di probabilità o di densità di probabilità²⁷⁵.



Il primo passo dell'indagine è stato quello di definire tale popolazione e, in particolare, il campione sul quale centrare l'analisi. Dato che le conclusioni tratte al termine della ricerca si rifanno ai parametri della popolazione e utilizzano i corrispondenti valori campionari, si è ricorsi quindi alla statistica inferenziale: si studia il campione e si traggono da esso, in gergo “si inferiscono”, risultati riguardanti l'intera popolazione. La scelta del campione è stata compiuta in modo da rappresentare la popolazione stessa.

In seguito, grazie alla banca dati Aida e ai documenti resi disponibili da Borsa Italiana, è stato possibile reperire tutte le risorse necessarie per compiere la ricerca, condotta per il quinquennio 2008-2012²⁷⁶.

²⁷⁴ Un esempio di popolazione finita può essere rappresentato dai beni prodotti da una fabbrica in un dato arco temporale predefinito; si parlerà invece di popolazione infinita se si considerano il numero di uscite di “testa” o di “croce” in successivi lanci di una moneta.

²⁷⁵ T. HASTIE, R. TIBSHIRANI, J. FRIEDMAN, *The Elements of Statistical Learning: Data Mining, Inference, and Prediction*, SPRINGER 2008.

²⁷⁶ Maggiori informazioni relative ai documenti utilizzati verranno date nel corso del presente capitolo.

La scelta dell'arco temporale di riferimento non è ovviamente casuale: questi, infatti, sono anni particolari perché caratterizzati da una crisi economica dalle dimensioni internazionali, definita da molti autori come la peggiore degli ultimi tempi, seconda solo alla Grande Depressione iniziata nel 1929²⁷⁷. Nata negli USA nel 2007, dopo lo scoppio di una grande bolla immobiliare, tale crisi si è presto diffusa in molti Paesi, coinvolgendo settori diversi da quello finanziario e divenendo, nel 2009, una crisi economica generalizzata, causa di recessioni e di vertiginose cadute di Pil in tutto il mondo e, in particolar modo, in quello occidentale^{278 279}.

Alla raccolta dei dati è seguita la loro elaborazione, volta a renderli più semplici da interpretare. Infine, il tutto è stato oggetto di una profonda e attenta analisi, compiuta sia a livello generale sia come confronto tra le due realtà presenti all'interno del campione selezionato e qui di seguito descritto, e cioè tra le società familiari e non.

L'ultimo passo della ricerca è stato quello di verificare se le family businesses del gruppo hanno, nel corso di questi anni difficili, creato o distrutto maggior valore rispetto alle altre imprese del settore considerato e, per farlo, è stato utilizzato l'apposito indicatore anglosassone EVA[®] (Economic Value Added)²⁸⁰.

5.3 Limiti della ricerca

I principali limiti della ricerca compiuta sono riconducibile al numero limitato di imprese analizzate e alla mancanza di una definizione universalmente condivisa di family business .

²⁷⁷ D. PENDERY, *Three Top Economists Agree 2009 Worst Financial Crisis Since Great Depression; Risks Increase if Right Steps are Not Taken*, (2009) <http://www.reuters.com>.

²⁷⁸ “La crisi economica: origini e cause”, TRECCANI, Il portale del sapere. <http://www.treccani.it>.

²⁷⁹ Visto il diverso argomento dell'elaborato in questione, si è qui presentato l'importante problema della crisi in modo molto sintetico e semplificato. Per informazioni più approfondite si rimanda a fonti bibliografiche incentrate su tale tema.

²⁸⁰ Cfr. infra cap. 4.

I risultati dell'analisi esplorativa possono quindi essere parzialmente influenzati dalle caratteristiche del campione oggetto d'indagine e dalla metodologia utilizzata. La concreta applicazione della metrica del valore ai dati delle imprese del campione ha posto alcuni problemi e, per cercare di superarli, si è ricorso ad espedienti concettuali e di calcolo.

Ciò non invalida i risultati raggiunti dallo studio in oggetto, ma richiede sicuramente prudenza nella generalizzazione e nella fase di inferenza.

5.4 La Statistica descrittiva e il campione di riferimento

Data la semplicità con la quale è possibile reperire e consultare alcuni dati, si è scelta come popolazione di riferimento quella delle società quotate presso la Borsa di Milano: queste infatti, per disposizioni normative²⁸¹, sono obbligate alla pubblicazione, con tempi e modalità definite dalla Consob²⁸², di determinati dati societari tra cui l'informativa periodica e quella riguardante i fatti rilevanti (price sensitive²⁸³) e le operazioni straordinarie²⁸⁴.

²⁸¹ Vedi Testo Unico della Finanza (d.lgs. 58/98) artt. 114 e 116.

²⁸² La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), istituita con la legge n. 216 del 7 giugno 1974, è un'autorità amministrativa indipendente, dotata di personalità giuridica e piena autonomia con la legge 281 del 1985, la cui attività è rivolta alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano.

Le sue funzioni si sono progressivamente sviluppate nel tempo in relazione sia all'esigenza di estendere l'ambito della tutela del risparmio che al progressivo evolversi del mercato finanziario e della legislazione in materia. [<http://www.consob.it>]

²⁸³ I “Comunicati Price Sensitive” sono gli annunci che le società quotate e i soggetti che le controllano devono diffondere in presenza di un'informazione privilegiata, cioè di una notizia non di pubblico dominio che riguarda la società quotata o il relativo gruppo e che un investitore ragionevole utilizzerebbe ai fini delle proprie decisioni di investimento in quanto idonea ad incidere sensibilmente sul prezzo degli strumenti finanziari. Ad esempio l'approvazione del progetto di bilancio, della relazione semestrale e delle altre situazioni contabili, così come le operazioni di fusioni o di acquisizione, ma anche cambiamenti nei vertici aziendali sono tutte notizie che –se diffuse- possono influenzare il comportamento degli operatori finanziari e quindi il prezzo di mercato dei titoli quotati. Se i comunicati price sensitive non fossero

All'interno di questa popolazione è stato selezionato il campione sul quale è stato condotto lo studio empirico: esso è costituito dalle società del mercato MTA (comprensivo del segmento STAR del quale fanno parte il 26% delle imprese considerate), appartenenti all'industria dei beni di consumo, nel quale si ritrovano imprese, come quella tessile, con attività più sensibile ai cicli economici ed imprese, come quella alimentare, la cui attività è meno condizionata dall'andamento dell'economia.

La definizione dei settori qui considerata è quella costruita attraverso i GICS²⁸⁵ (Global Industry Classification Standard), parametri introdotti nel 1999 da MSCI in collaborazione con Standard & Poor's con lo scopo di definire una classificazione dei settori industriali, accettata a livello mondiale, che permettesse delle comparazioni tra ricerche e analisi condotte da Paesi diversi.

tempestivamente diffusi in modo accessibile per tutti gli investitori si verrebbe a creare un'inaccettabile asimmetria informativa. [<http://www.borsaitaliana.it>]

²⁸⁴ Quando si parla di OPERAZIONI STRAORDINARIE, si fa riferimento ad una serie eterogenea di operazioni che le imprese pongono in essere al di fuori della gestione ordinaria allo scopo di:

- modificare la struttura o la forma giuridica dell'impresa;
- trasferire la titolarità dell'azienda o il controllo dell'impresa;
- liquidare l'azienda per poi estinguere l'impresa.

Le principali operazioni con carattere non ordinario sono qui di seguito riportate:

- Cessione d'azienda;
- Fusione di società;
- Trasformazioni di società;
- Scissioni di società;
- Fusioni e scissioni comunitarie;
- Liquidazioni di società e procedure concorsuali.

²⁸⁵ "Il Global Industry Classification Standard (GICS) è stato ideato da ed è di esclusiva proprietà di Standard & Poor's e Morgan Stanley Capital International (MSCI). "Global Industry Classification Standard (GICS)", "GICS" e "GICS Direct" sono marchi di servizio di Standard & Poor's e MSCI". GICSSM Sector Definitions, STANDARD&POOR'S-MSCI, <http://www.borsaitaliana.it>.

Secondo tale criterio le imprese vengono inserite in un determinato settore in base al proprio core business, stabilito osservando le voci contabili di ricavo²⁸⁶.

All'interno del macro settore dei beni di consumo²⁸⁷ si individuano (1) il comparto "Alimentare", (2) il comparto "Automobili e componentistica" e (3) il comparto "Moda, prodotti per la casa e per la persona".

Si è scelto di centrare l'analisi sul distretto in questione perché si ritiene che i risultati economici prodotti dalle imprese che vi fanno parte siano i più espressivi della crisi attuale, poiché il target di consumatori al quale tali beni sono rivolti è molto vasto e include la globalità dei ceti sociali presenti in Italia.

La selezione ha dato origine a un campione strutturato come *panel* e composto da 46 unità, per un totale di 230 osservazioni. A causa dell'indisponibilità di alcuni dati, non è stato possibile considerare all'interno dei calcoli i valori contabili di 5 società.

All'interno del campione sono a sua volta distinte le imprese familiari da quelle non familiari. Il criterio discriminatorio utilizzato si ricollega alla definizione di Corbetta riportata nel paragrafo 1.1, alla quale vengono però apportate delle

²⁸⁶ Voce GICS, Glossario di Borsa Italiana, <http://www.borsaitaliana.it>.

²⁸⁷ I settori individuati attraverso gli standard GICS sono i seguenti:

- Energy Sector (imprese appartenenti al settore energetico);
- Materials Sector (imprese appartenenti al settore manifatturiero);
- Industrials Sector (settore industriale);
- Consumer Discretionary Sector (imprese che si rivelano maggiormente sensibili ai cicli economici);
- Consumer Staples Sector (imprese meno sensibili ai cicli economici);
- Health Care Sector (imprese appartenenti al settore farmaceutico e biotecnologico);
- Financials Sector (imprese appartenenti al settore della finanza);
- Telecommunications Services Sector (imprese appartenenti al settore delle telecomunicazioni);
- Utilities Sector (imprese appartenenti al settore dei beni pubblici quali gas, energia elettrica, acqua, ecc.).

(Fonte: <http://www.borsaitaliana.it>).

precisioni, necessarie per rendere omogenea la classe delle società familiari: la famiglia in questo caso detiene il controllo solo se proprietaria della maggioranza assoluta del capitale di rischio e se almeno uno dei suoi componenti è presente all'interno del Consiglio di Amministrazione (in seguito CdA).

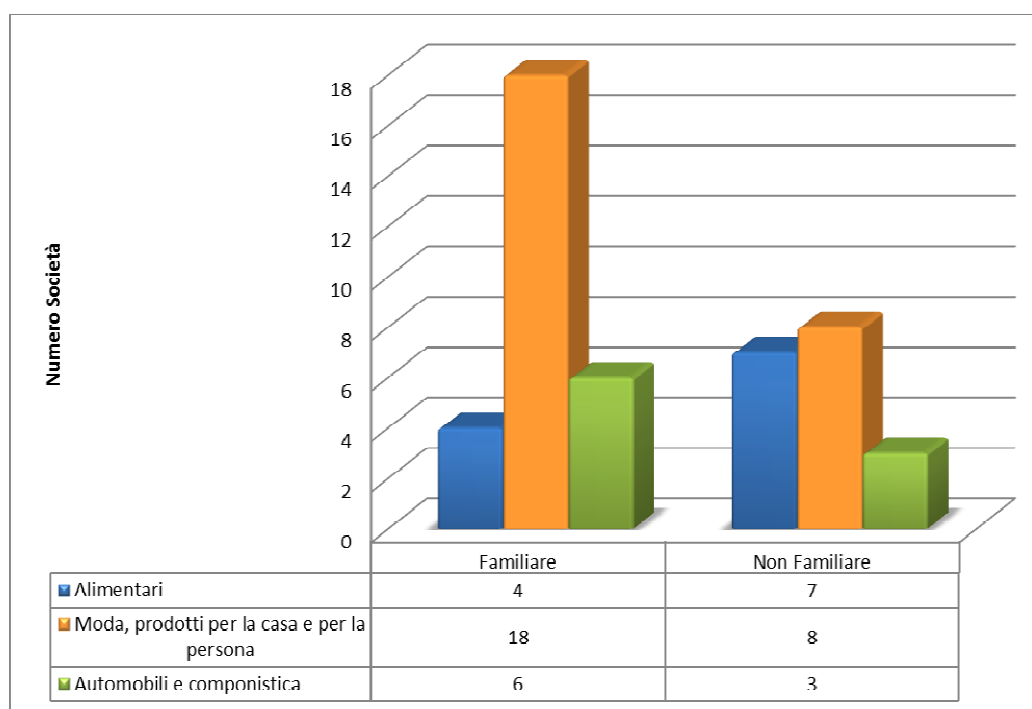
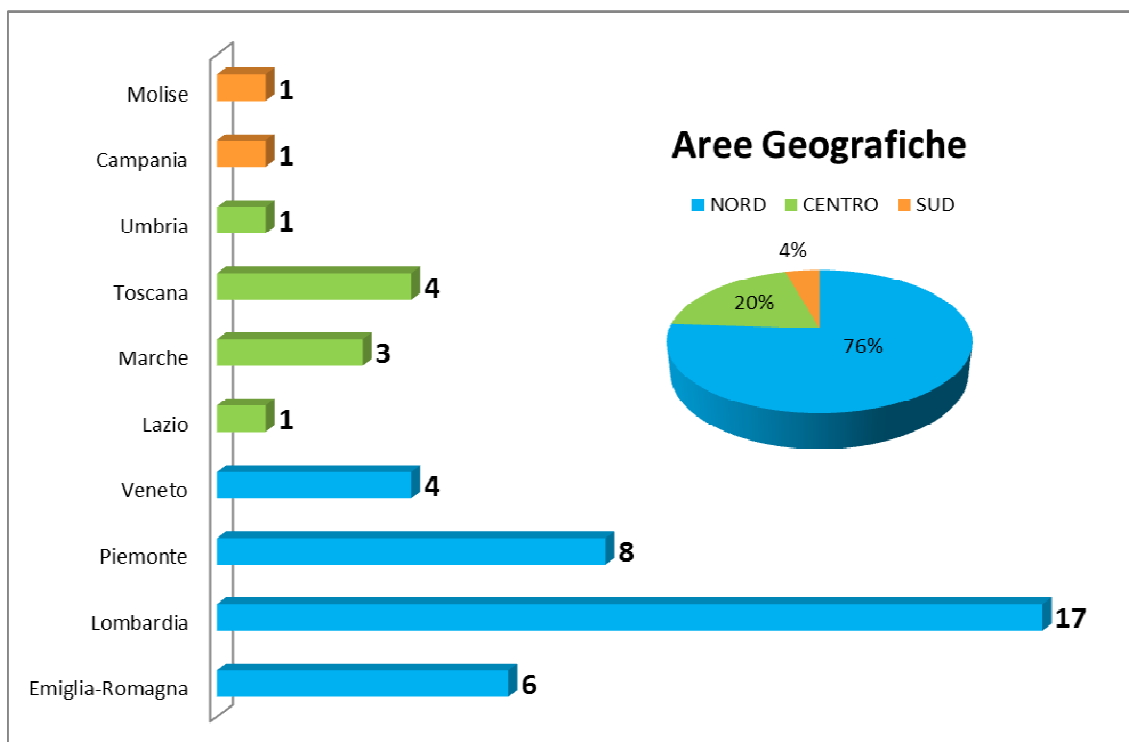
Le informazioni riguardanti le quote di capitale detenute dai familiari e gli esponenti del CdA sono state tratte dal sito internet della CONSOB.

La **Tabella 6** fornisce la ripartizione delle società per micro settore e area geografica di appartenenza.

Dalla sua analisi emerge che il comparto più significativo è quello della *Moda, prodotti per la casa e per la persona* all'interno del quale si concentra circa il 57% delle imprese del campione. Le rimanenti si distribuiscono in modo più o meno equo tra gli altri micro settori (23,91% *Alimentari* e 19,57% *Auto e componentistica*). Si nota inoltre un forte accentrimento d'impresa nel Nord d'Italia (76,06%) e la scarsa presenza nelle regioni meridionali, dove solo il 4% circa colloca la propria sede principale.

Come ampiamente atteso, si rileva che le imprese a controllo familiare sono predominanti all'interno del campione scelto (61%).

Si nota inoltre una distribuzione settoriale non omogenea tra imprese familiari e non familiari: in alcuni settori, infatti, si rileva la prevalenza delle prime sulle seconde. Il settore *Moda, prodotti per la casa e per la persona*, ad esempio, è composto per circa il 70% da imprese a conduzione familiare; le non family businesses dominano invece all'interno del comparto *Alimentare* dove ricoprono il 63%.



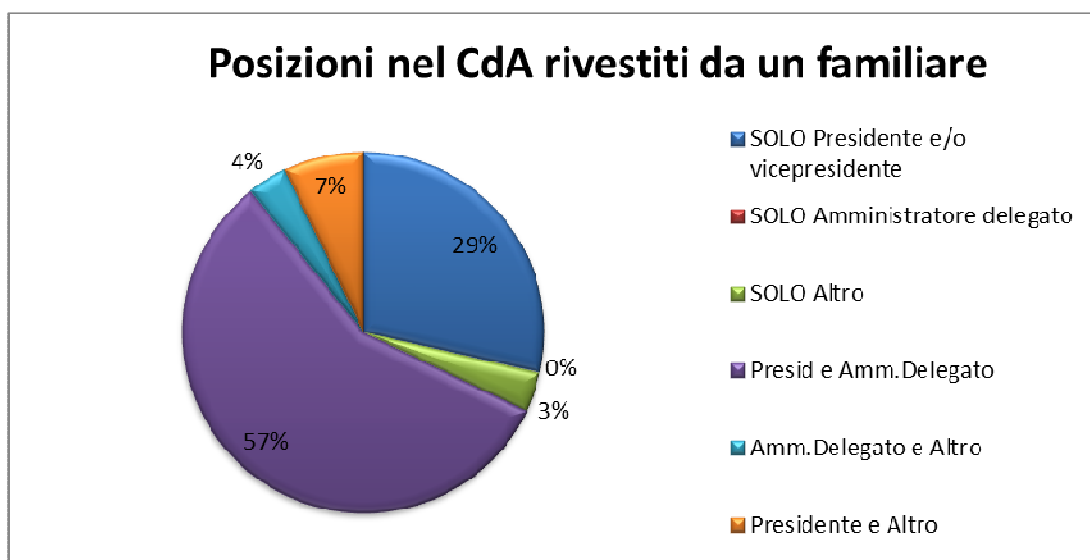
Le imprese familiari

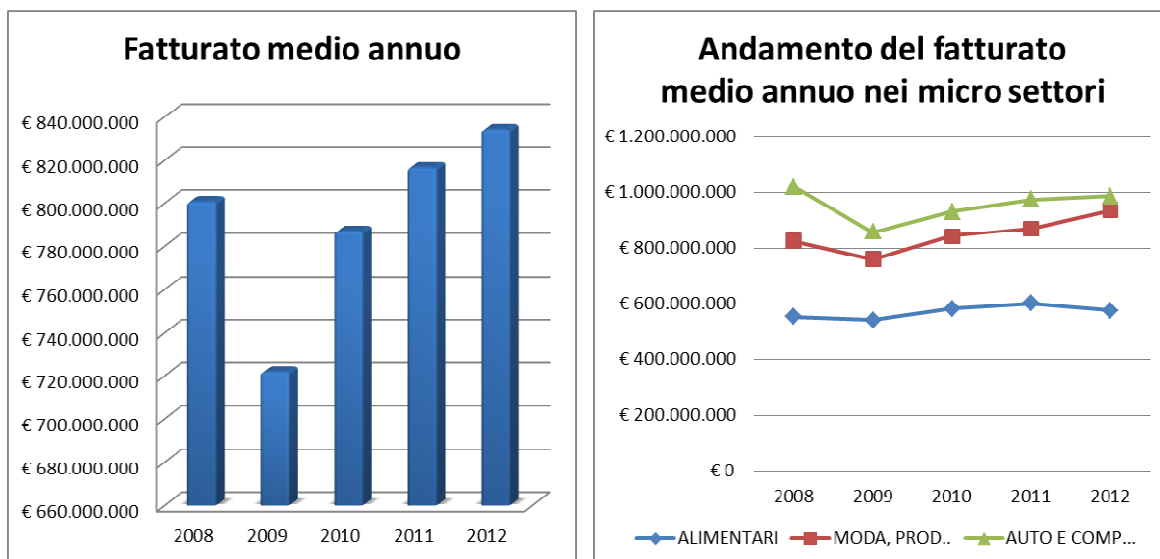
Con i parametri discriminatori sopra definiti, sono state individuate all'interno del campione 28 società con controllo esercitato da una famiglia.

Tali imprese sono per la maggior parte produttori di beni di consumo destinati alla moda, alla cura della casa e della persona (64%) e la loro sede principale è spesso collocata nelle regioni del nord come Lombardia e Piemonte.

Il fatturato medio annuo è superiore ai 700 milioni di euro: dopo il forte calo registrato nel 2009, tale valore è cresciuto in maniera costante nel corso dell'ultimo triennio. I ricavi maggiori sono stati generati dal settore *Automobili e componentistica*: questa potrebbe sembrare un'inesattezza poiché qui si concentra solo il 21% delle imprese familiari; la ragione di tale dato è legata al valore degli output da questo forniti, il più alto rispetto a quello dei beni prodotti dalle altre imprese.

Dallo studio emerge inoltre che (1) nel 79% dei casi, la famiglia che detiene il controllo è anche colei che ha dato vita all'azienda stessa; (2) il ruolo all'interno del CdA solitamente riservato ad un familiare è quello di presidente (o vicepresidente); (3) nel 57% delle family businesses del campione, i ruoli di presidente del CdA e di amministratore delegato vengono affidati alla famiglia. Rare sono le realtà in cui i familiari rivestono la sola e "semplice" veste di amministratore (circa il 3%).





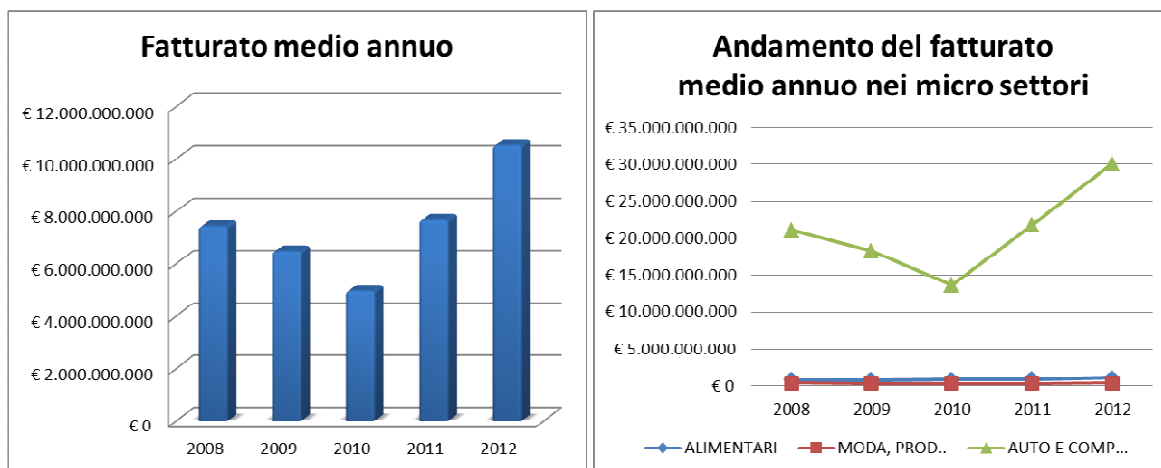
Le imprese non familiari

Da un'analisi generale sulle realtà non familiari si evidenzia che il loro numero all'interno del campione è più contenuto rispetto alla controparte, poiché pari a 18.

Il fatturato medio annuo è decisamente superiore (< 7 miliardi di euro) grazie al contributo di 2 aziende automobilistiche di successo dalle quali deriva circa il 90% dei ricavi del gruppo in esame.

Nel periodo temporale considerato, il trend di tale grandezza ha subito un radicale cambiamento: fino al 2010 si è infatti registrato un andamento decrescente ma da allora tale valore si è sempre dimostrato in costante aumento.

Anche la maggior parte di queste società colloca la sede principale nel Settentrione (più del 88%). La distribuzione settoriale si dimostra invece più omogenea: limitata è la presenza nel settore *Automobili e componentistica*, pari al 17% circa, mentre il restante numero si suddivide in modo più o meno equo tra gli altri due distretti (44% *Moda, prodotti per la casa e la persona*, 40% *Alimentari*).



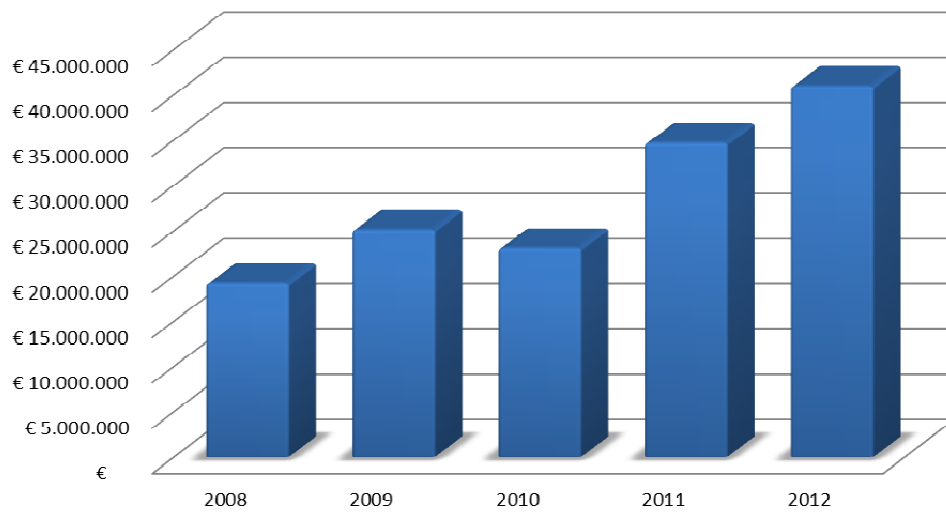
Dall'analisi a confronto dei due gruppi di aziende presenti all'interno del campione si nota che le non familiari hanno registrato, nel corso del quinquennio considerato, un fatturato medio annuo superiore, sia nel settore dei beni alimentari sia in quello delle automobili e simili, mentre la dominanza delle familiari, in termini di ricavi, si registra nel rimanente settore.

Spostando l'attenzione sul risultato d'esercizio e osservando i dati riportati in tabella, si rileva che, nel corso di questi anni, le aziende familiari hanno ottenuto, per ogni micro settore, dei risultati positivi, in crescita dal 2010 ad oggi e in media superiore ai 20 milioni di euro. Tali risultati hanno mantenuto un andamento costante nel comparto *Automobili e componentistica*, mentre il settore *Alimentare* e il settore *Moda, prodotti per la casa e la persona*, hanno registrato un calo drastico nel biennio 2009-2010 seguito da una ripresa significativa che ha caratterizzato gli anni successivi.

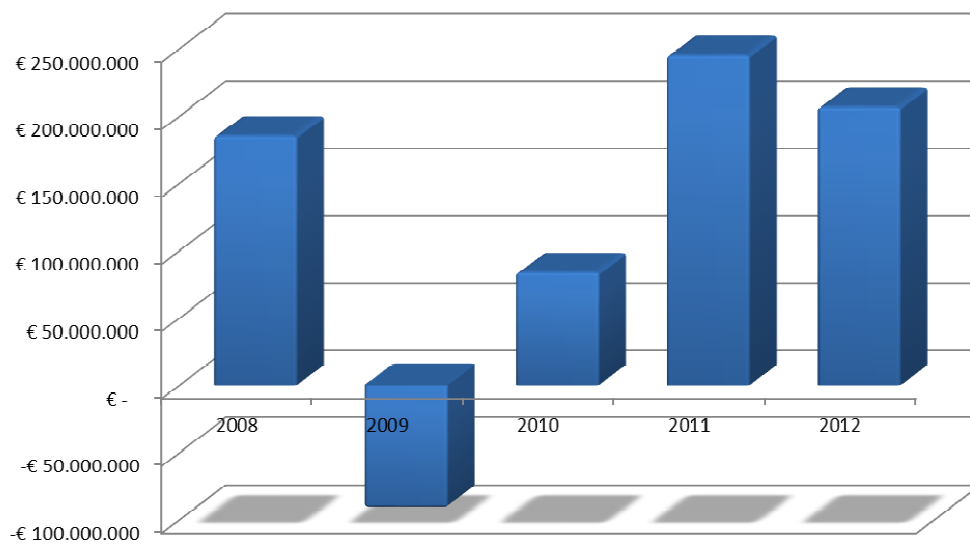
Completamente diversa è la situazione per le imprese non familiari. Queste entità hanno presentato nel periodo in analisi, un andamento molto variabile, con risultati negati nel 2009 seguiti però da una ripresa negli anni successivi: i risultati registrati nell'ultimo triennio sono positivi ma non crescenti.




Il dato più espressivo, è quello registrato dal comparto *Automobili e componentistica* che, nel pieno della crisi, ha subito un violento calo, accompagnato da perdite superiori a 200 milioni di euro. La situazione è con il tempo migliorata, anche se una decrescita ha segnato il 2012.





AZIENDE FAMILIARI RISULTATO MEDIO D'ESERCIZIO ANNUO



AZIENDE NON FAMILIARI RISULTATO D'ESERCIZIO ANNUO



RISULTATO D'ESERCIZIO IMPRESE NON FAMILIARI							
	2008	2009	2010	2011	2012	media	
ALIMENTARI	€ 135.508.303	€ 101.837.080	€ 55.929.140	€ 36.997.107	€ 15.975.505	€ 69.249.427	
MODA, PROD..	-€ 13.538.200	-€ 80.448.600	-€ 907.200	€ 7.526.000	€ 5.962.000	-€ 16.281.200	
AUTO E COMP...	€ 434.087.333	-€ 295.843.000	€ 196.252.333	€ 691.294.667	€ 598.111.333	€ 324.780.533	
MEDIA	€ 185.352.479	-€ 91.484.840	€ 83.758.091	€ 245.272.591	€ 206.682.946	€ 125.916.253	

RISULTATO D'ESERCIZIO IMPRESE FAMILIARI							
	2008	2009	2010	2011	2012	media	
ALIMENTARI	€ 21.143.750	€ 33.448.750	€ 7.553.500	€ 32.046.500	€ 40.744.500	€ 26.987.400	
MODA, PROD..	€ 43.323.289	€ 29.855.766	€ 44.150.766	€ 52.125.444	€ 55.079.125	€ 44.906.878	
AUTO E COMP...	-€ 6.879.973	€ 12.015.667	€ 17.503.833	€ 19.882.167	€ 27.087.500	€ 13.921.839	
MEDIA	€ 19.195.689	€ 25.106.728	€ 23.069.366	€ 34.684.704	€ 40.970.375	€ 28.605.372	

5.5 La ricerca passo dopo passo

Esposto il campione oggetto di studio e, sinteticamente, le fasi della ricerca, di seguito verranno dettagliati i passi seguiti per arrivare ai risultati presentati nel prossimo paragrafo.

Nel precedente capitolo si è trattato l'indice EVA[®], grandezza sulla quale si basano i risultati del presente studio empirico. Come visto, il suo valore deriva dall'applicazione di una formula che, a sua volta, richiama il calcolo di numerose variabili aziendali.

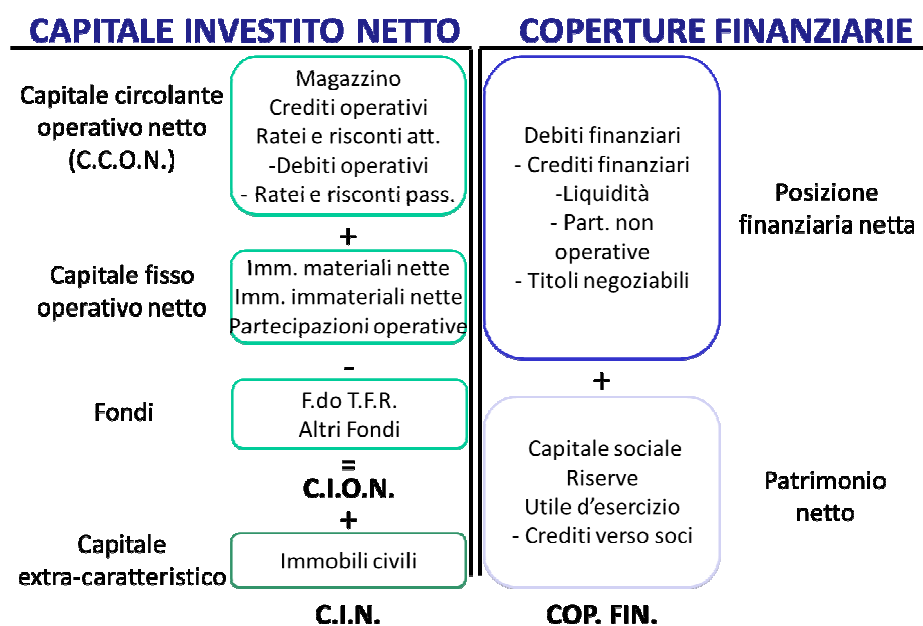
Si parte dall'analisi dei bilanci del quinquennio 2008-2012 delle società appartenenti al gruppo, resi disponibili dal database Aida: si è proceduto successivamente con la riclassificazione dei due prospetti contabili, Stato Patrimoniale e Conto Economico, con lo scopo di ricondurre le voci in classi omogenee, ottenere risultati parziali e cogliere le relazioni esistenti tra gli indicatori.

Il primo documento è stato elaborato nel rispetto del principio di *pertinenza economica*, con il quale l'attenzione viene focalizzata non sulle scadenze delle poste ma sulla loro natura quindi, sulla loro appartenenza alla gestione operativa piuttosto che a quella finanziaria, isolando in tal modo le voci di pertinenza della gestione corrente²⁸⁸ dalle rimanenti. Dallo SP riclassificato derivano alcune delle grandezze di elevata importanza quale, ad esempio, il Capitale Circolante Operativo Netto, rappresentante l'investimento netto richiesto dallo svolgersi della gestione corrente, nonché il fabbisogno (se positivo) o la disponibilità di risorse (se negativo) collegati al ciclo continuativo di operazioni di acquisto-produzione-vendita²⁸⁹.

²⁸⁸ L'aggettivo CORRENTE esprime il collegamento con la gestione caratteristica, e non ha quindi valore temporale.

²⁸⁹ DALLOCCHIO M., SALVI A., Finanza d'Azienda, EGEA 2005.

Figura 19 Riclassificazione dello S.P. con il “criterio di pertinenza



Per ciò che riguarda invece il Conto Economico, la sua elaborazione è stata compiuta seguendo il criterio del *valore aggiunto*: in tal modo è stato possibile rendere evidente (1) il valore della produzione, entità complessiva del reddito prodotto al lordo dei fattori che hanno concorso alla sua realizzazione; (2) il valore aggiunto, cioè il reddito prodotto al netto dei fattori che hanno concorso alla sua realizzazione, indicatore della capacità dell'azienda di aggiungere valore ai beni e ai servizi acquistati presso terzi; (3) il margine operativo lordo (MOL) cioè il risultato economico della gestione tipica al lordo degli ammortamenti e degli accantonamenti; (4) il NOPLAT, reddito operativo netto depurato della componente fiscale²⁹⁰. Su quest'ultima è necessario compiere una precisazione: le imposte considerate, come già detto precedentemente, sono dette “pro-forma” perché non tengono conto dei benefici legati alla deducibilità degli oneri finanziari: per il calcolo del loro ammontare è stato utilizzato il cosiddetto metodo “indiretto” quindi, alle imposte d'esercizio desumibili dal bilancio è stato

²⁹⁰ Cfr. infra. 4.1.

aggiunto l'importo rappresentativo del beneficio fiscale pari al 27,5%²⁹¹ degli oneri finanziari.

Figura 20 Conto Economico riclassificato

C.E. Riclassificato
Valore della produzione
- Costi esterni
= VALORE AGGIUNTO
- Costo del personale
= MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL o EBITDA)
- Ammortamenti e accantonamenti
= REDDITO OPERATIVO DELLA GESTIONE CARATTERISTICA
- Imposte PRO-FORMA
= N.O.P.L.A.T.

Fonte: GONNELLA E. (2008)

Il passo successivo è stato quello di calcolare la seconda determinante dell'EVA[®], cioè il costo del capitale investito (WACC) per il quale occorre conoscere:

1. il leverage (D/E) dell'azienda, ovvero il debt e l'equity espressi al valore di mercato. Per superare il problema della circolarità derivante dalla difficoltà di individuare il valore di mercato del capitale di proprietà, incognita dell'intero processo valutativo, il leverage è stato definito tramite il rapporto tra la posizione finanziaria netta e l'equity value, entrambi derivanti dalla classificazione dei prospetti in precedenza compiuta.
2. Il costo del capitale di debito (Kd) il cui ammontare è stato definito, anno per anno, dal rapporto tra gli oneri finanziari netti e la posizione finanziaria netta.

²⁹¹ La percentuale indicata richiama l'aliquota d'imposta IRES, imposta proporzionale e personale che colpisce tutte le società di capitale residenti del territorio italiano.

3. Il costo del capitale di proprietà (K_e): per il calcolo della grandezza in questione è stato utilizzato il modello rischio/rendimento, meglio conosciuto con l'acronimo CAPM (*Capital Asset Price Model*) al quale sono stati apportati degli assunti e, precisamente, per ciò che riguarda il tasso free-risk, esso è stato stimato pari al rendimento medio dei BTP decennali nell'anno considerato²⁹²; il premio per il rischio è stato fissato al 6% mentre il Beta levered specifico per la società è stato calcolato a partire dal Beta unlevered di settore direttamente rilevato dal database Aida.

A questo punto tutte le componenti per il calcolo dell'EVA sono stati definiti perciò si è proceduto con l'applicazione della formula che ne ha determinato l'ammontare. Tale operazione è stata compiuta, in relazione ad ogni società, per tutti gli anni sui quali lo studio si è focalizzato.

Per definire in modo più dettagliato i caratteri delle entità appartenenti al campione analizzato, sono stati successivamente calcolati ulteriori indicatori, scelti in base all'albero del valore trattato nel capitolo precedente e con lo scopo di definire l'entità dei cosiddetti "value drivers".

5.6 Analisi e discussione dei risultati conseguiti

L'analisi congiunta dei diversi indicatori di crescita, redditività e indebitamento mostra un quadro piuttosto variegato delle performance conseguite dalle aziende del gruppo.

Per una presentazione più chiara e sintetica della situazione in vigore negli anni considerati, sono stati calcolati i valori medi ottenuti tramite la ricerca compiuta analizzando ogni singola azienda appartenente al campione trattato nel quinquennio in questione: ciò è stato fatto sia per la singola entità, sia per l'intero gruppo.

²⁹² I valori in questione sono stati tratti dal sito del Dipartimento del Tesoro, nella sezione dedicata allo storico dei principali tassi di interesse. [<http://www.dt.tesoro.it>]

Si parte dall'esposizione dei risultati di una prima analisi globale delle società appartenenti all'intero cluster di riferimento: da essa emergono riflessioni importanti e, in particolare, si nota che nell'arco temporale 2008-2012 è stato creato complessivamente un valore pari 16 mln ma, contestualmente, la quantità distrutta è pari a 20 mln.

Questo dato testimonia la presenza della crisi già richiamata nelle precedenti pagine e, quindi, il difficile periodo che le società sono chiamate ad affrontare.

Le imprese che nei cinque anni in esame hanno cumulativamente creato valore, sono in netta minoranza (14) e rappresentano circa il 37% del totale (Vedi *Figura 21*); la maggior parte di loro, precisamente il 61%, appartiene alla classe di fatturato 0-250 mln, categoria nella quale si concentra più della metà del campione in esame (Vedi *Tabella 3*).

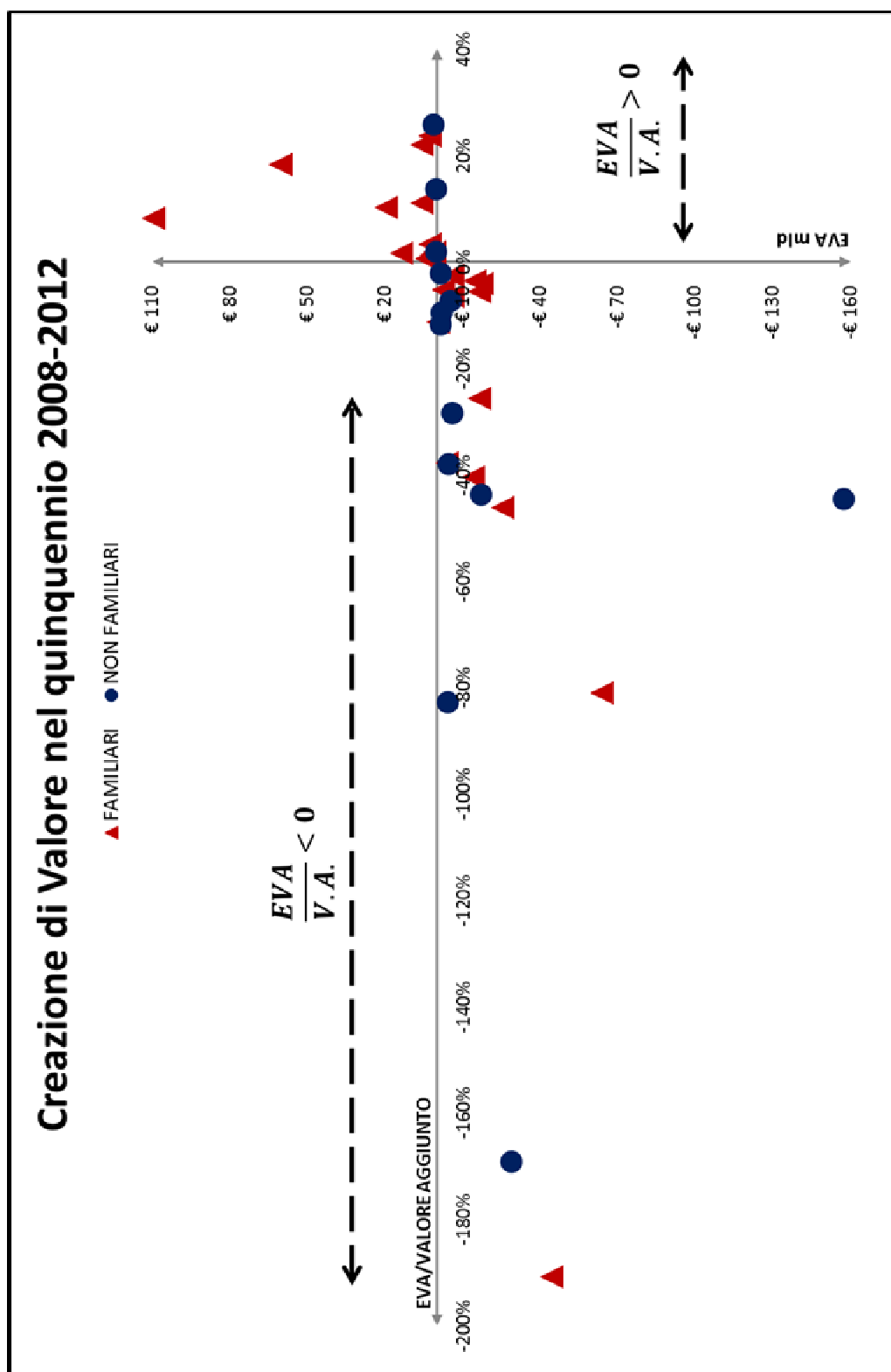
Nel quinquennio di riferimento le imprese che hanno generato costantemente valore positivo sono in numero molto limitato, ossia 4, mentre maggiore è quello di coloro che hanno perennemente ottenuto un EVA[®] negativo, esattamente pari a 12, più del 30% del totale: è da evidenziare che quest'ultime sono soprattutto non-family business e ciò può rappresentare una parziale risposta alla questione che apre il presente elaborato, cioè se è vero o no che avere una famiglia a capo può rappresentare una marcia in più per l'azienda.

Proseguendo con l'analisi generale si nota che non vi è una permanente tendenza ad un andamento positivo, ovvero negativo, dei risultati: infatti molte società hanno alternato anni di ripresa, ad anni di forti cadute. Un chiaro esempio è rappresentato da Sogefi, società che ha mantenuto nel corso degli anni un trend positivo ma, nel 2009, ha registrato una forte negatività, quindi nell'esercizio in questione, ha distrutto una quantità non trascurabile di valore.

Alcune realtà che già nel 2008 registravano dati negativi sull'aspetto in questione, continuavano a farlo al termine del periodo studiato: in dettaglio, poco più del 40% dell'intero campione dimostra questa attitudine.

Sette sono invece le società che riportano dati positivi sia all'inizio sia al termine dell'intervallo temporale.

Figura 21 Creazione di Valore nel quinquennio 2008-2012



Fonte: Giunta, Bonacchi, Savaglio, 2001 (adattamento per il caso in questione)

Tabella 3 *La creazione di valore per classi di fatturato*

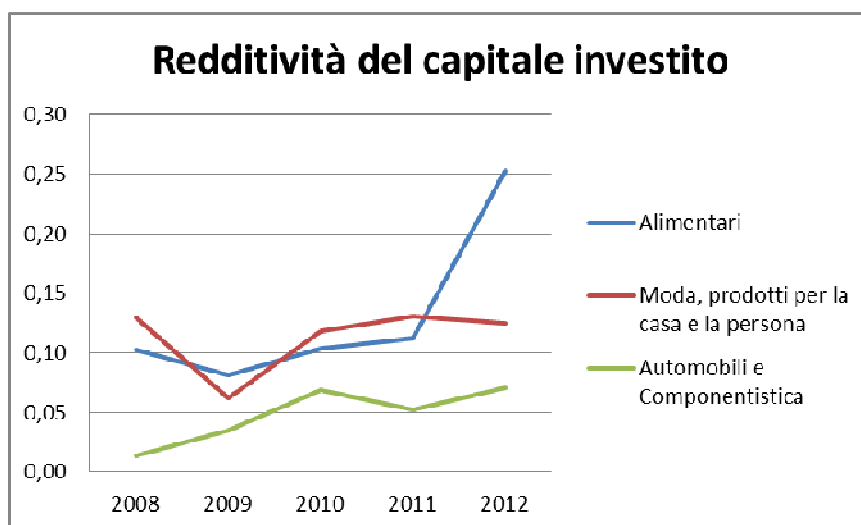
Classi di fatturato	da 0 a 250 mln			da 251 a 500 mln			da 501 a 1000 mln			> 1000 mln		
	Valore Assoluto	in % rispetto a		Valore Assoluto	in % rispetto a		Valore Assoluto	in % rispetto a		Valore Assoluto	in % rispetto a	
		classe	campione		classe	campione		classe	campione		classe	campione
EVA >0	8	36%	21%	1	17%	3%	2	100%	5%	3	37,5%	8%
EVA <0	14	64%	37%	5	83%	13%	0	0%	0%	5	62,5%	13%
Numerosità della classe	22	100%	58%	6	100%	16%	2	100%	5%	8	100%	21%

Guardando alla dinamicità dei risultati, è importante far notare che, in questi anni grigi, c'è anche chi ha intrapreso le giuste decisioni e compiuto corrette scelte, tali da condurre verso la strada della ripresa. Dall'analisi dei grafici rappresentanti l'andamento dell'entità di valore creato o distrutto nel corso di questo stacco di tempo, si nota infatti che molte società, in passato produttrici di valore negativo, hanno negli ultimi anni cambiato rotta: la maggioranza, ovvero il 57% del campione, presenta una crescita verso il positivo, anche se di quantità minime.

La disponibilità di dati raccolti sul quinquennio 2008-2012, consente alcune riflessioni sulle diverse classi di aziende durante la crisi.

In particolare, suddividendo la popolazione in base al settore di appartenenza, si nota come alcune classi di aziende abbiano goduto di una certa "protezione" rispetto alla crisi, mentre altre siano state esposte in modo più marcato ai suoi effetti. Tra le prime si osserva il caso delle aziende del settore "Alimentare" che mostrano un gap di redditività in termini di ROI pari all'11%, grandezza che ha subito un forte rialzo nel corso dell'ultimo anno. Questo dato può essere giustificato dalla natura indispensabile del bene prodotto. Se si guarda invece al settore "Automobili e componentistica" si rileva una tendenza al miglioramento, ma la redditività del capitale investito rimane la più contenuta (Vedi *Figura 22*).

Figura 22 *Il ROI per settori di produzione*



Dall'analisi generale si passa al particolare, o meglio, l'attenzione viene adesso focalizzata sui due sottoinsiemi individuati all'interno del cluster, con lo scopo ultimo di confrontare i risultati ottenuti da quest'ultima fase della ricerca.

Le imprese familiari

Si parte dalle aziende familiari. La numerosità del gruppo è consistente: qui, infatti, si concentra il 66% dell'intero campione di riferimento. Secondo una prima osservazione, tali realtà sono imprese con dimensione, in termini di fatturato prodotto, medio-grande²⁹³: più della maggioranza registra vendite medie annue di importo compreso tra i 50 e i 250 milioni di euro.

A conferma del delicato periodo sul quale viene condotto lo studio, si nota che le entità che, complessivamente, nel corso di questi cinque anni hanno generato valori negativi in termini di EVA[®], sono in numero superiore, pari a 14, quindi il 56% del sottoinsieme in questione.

Le imprese che costantemente sono state in grado di produrre valori positivi sono pari a 4 mentre, al contrario, quelle che hanno in modo continuo generato risultati negativi sono 7: il 58% di quest'ultime mostra però dei consistenti segnali di ripresa, quindi un trend positivo.

Il 2009 si presenta per molti come l'anno più difficile, durante il quale si registrano forti cadute anche per quelle family businesses che hanno in generale mantenuto un andamento, in termini di EVA[®], positivo. Non mancano ovviamente le eccezioni: alcuni esempi hanno registrato aumenti in termini di valore creato nel primo triennio ma notevoli cali nel 2011, anno dal quale si riprende la strada verso la positività. Quindi, se si osservano i valori riportati annualmente per ogni impresa, si notano dei notevoli cambiamenti nell'entità delle stime da un anno all'altro.

²⁹³ Per la definizione in questione si utilizzano i parametri pubblicati dalla Commissione Europea nel 2003: "RACCOMANDAZIONE DELLA COMMISSIONE del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese. (2003/361/CE), Allegato 1: DEFINIZIONE DELLE MICROIMPRESE, PICCOLE IMPRESE E MEDIE IMPRESE ADOTTATA DALLA COMMISSIONE".




Il dato migliore è rilevato in riferimento alla crescita: il 52% del gruppo presenta un miglioramento tra il 2011 e il 2012, nonché dei risultati, riguardanti l'indice EVA[®], in aumento.

In seguito alla costruzione dell'albero del valore²⁹⁴, per approfondire lo studio compiuto, le family businesses sono state suddivise in tre classi di EVA[®]/VA medio prodotto, ovvero:

- I. EVA/VA<0;
- II. 0<EVA/VA<20%;
- III. EVA/VA>20%

Dall'analisi della redditività del capitale investito si nota, a conferma delle attese, che passando dalla classe I alla classe III, l'indice ROI subisce un incremento del 40%: i presenti valori sono confermati da miglioramenti di performance anche in termini di ROS e di *Efficienza del capitale investito* (CT), determinanti del ROI secondo lo schema DU PONT (Vedi *Tabella 4*).

Tabella 4 Risultati per classi di EVA/VA

	ROI	ROS	CT
EVA/VA<0	0,016	0,069	1,701
0<EVA/VA<20%	0,185	0,099	2,123
EVA/VA>20%	0,420	0,195	2,125
			

L'osservazione dei value drivers ha permesso di definire la family business "tipo" presente nel campione studiato, quindi ha agevolato la comparazione con la categoria contrapposta di imprese non familiari e aiutato a elaborare la risposta al quesito che apre la presente tesi.

²⁹⁴ Cfr. par. 4.5.

Le imprese non familiari

Le aziende non familiari, come già precisato all'inizio del corrente capitolo, sono in numero minore rispetto al gruppo al quale si paragonano. Lo studio di queste realtà e, in particolare, dei valori medi calcolati in relazione ad ogni anno considerato, rileva che quasi il 70% ha cumulativamente generato risultati negativi: sono solo 3 coloro che mediamente hanno creato valore nell'arco di questi anni. Si è registrata una forte negatività nel 2009 alla quale è però seguita una leggera ripresa fino al 2011, anno dal quale ricomincia il cammino in discesa.

Guardando adesso in termini assoluti si nota che chi distruggeva valore già nel 2008 continua a farlo nel 2012: in contrasto con tale tendenza vi sono soltanto tre unità che, malgrado l'iniziale presenza di valori negativi, hanno intrapreso un percorso diretto verso la positività, riuscendo ad ottenere, al termine dell'ultimo esercizio in esame, un'EVA[®] positivo. Nonostante i risultati ancora negativi, quattro società hanno inoltre registrato un leggero miglioramento.

Forti variazioni negative sono infine state rilevate nel 2009, anno più critico, al quale sono però seguiti degli sviluppi in positivo, per alcuni casi anche consistenti.

Per ciò che riguarda la dinamicità della redditività del capitale investito, in molte imprese del campione sono stati registrati forti sbalzi da un anno all'altro ma, in media, dopo il drastico calo del 2009, in cui è stato prodotto un ROI negativo, il dato si dimostra positivo e in costante crescita.

Anche per tale categoria è stato costruito l'albero del valore, quindi definiti i value drivers medi grazie ai quali è stata riprodotta un'immagine globale dell'impresa non familiare appartenente al campione e utilizzata per il confronto, i cui risultati sono qui di seguito esposti.

Family vs Non-family

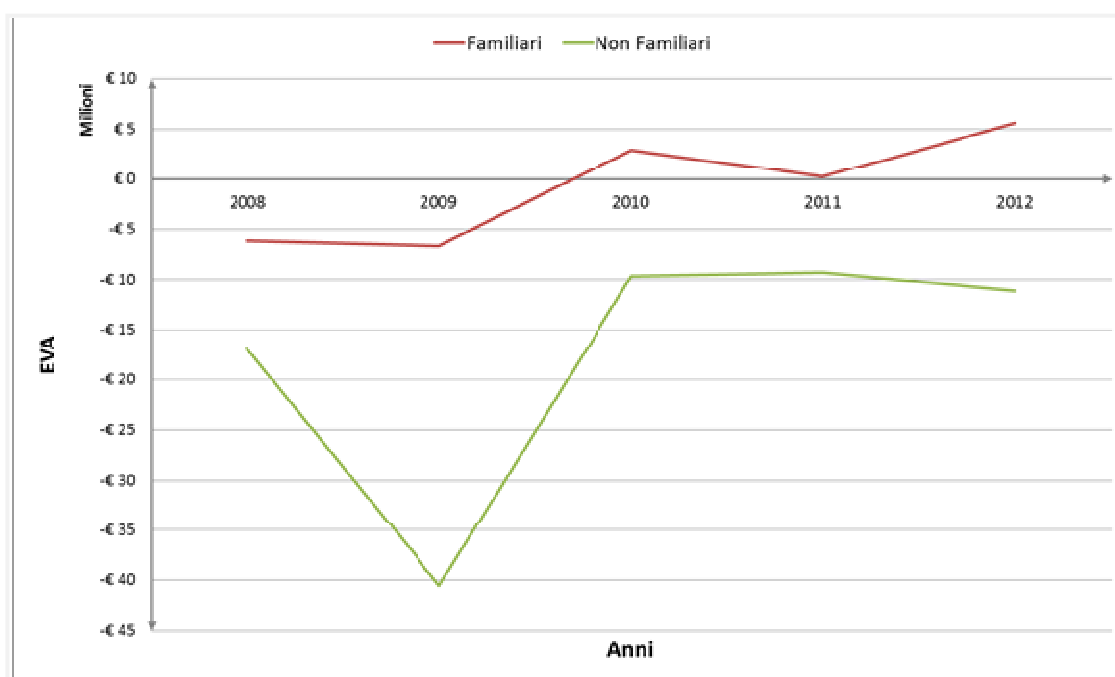
Terminata l'osservazione delle singole micro-classi, si procede con il loro confronto, ultimo passo della ricerca.

Lo studio mette immediatamente in luce che entrambe le categorie, nel corso del quinquennio considerato, producono in media un valore negativo: questo non è un dato inaspettato se si tiene in considerazione la crisi presente nel corso di questi anni.

La distanza tra i due importi è, però, molto consistente perché le imprese senza una famiglia a capo, hanno distrutto in media una quantità di valore superiore a 10 milioni di euro mentre la controparte presenta una negatività più contenuta ed inferiore ad un milione.

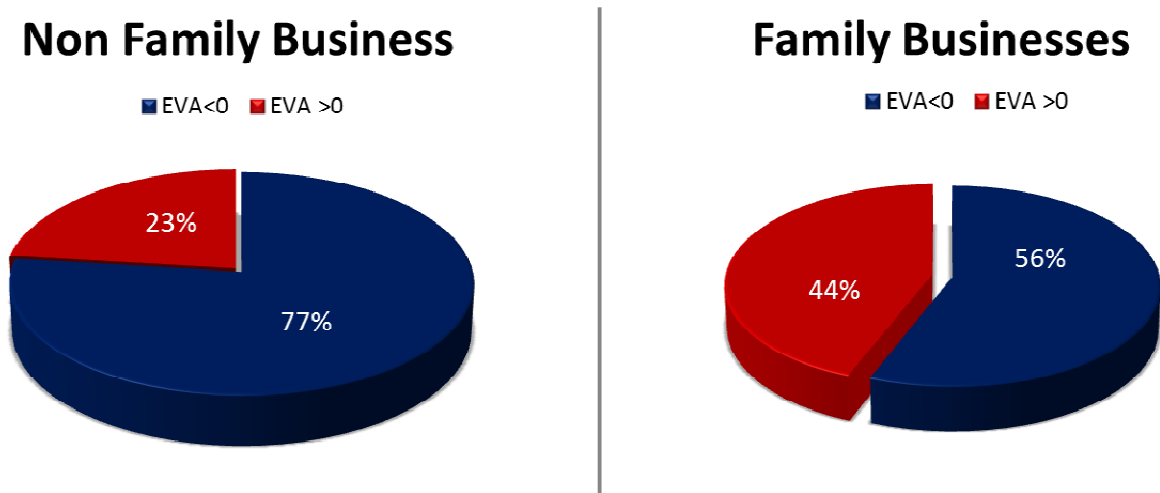
Osservando l'evoluzione del dato nel tempo si evidenzia però un trend positivo per la classe “*family business*” che, nel corso dell'ultimo anno, ha prodotto in media un valore economico aggiunto positivo: lo stesso non si può dire per la categoria opposta che continua a distruggere valore, nonostante la temporanea ripresa registrata tra il 2009 e il 2011 (Vedi *Figura 23*).

Figura 23 L'andamento dell'EVA negli anni



È facile inoltre costatare, guardando il numero delle imprese con EVA[®] negativo, che le unità distruttrici di valore rappresentano la maggioranza in entrambi i gruppi, ma una percentuale superiore è presente nell'ambito delle non-family firms (Vedi *Figura 24*).

Figura 24 *In quanti distruggono valore*



La comparazione continua con i drivers del valore, determinati come già visto, per entrambe le categorie: il confronto avviene utilizzando le medie calcolate in relazione all'intero arco temporale studiato (Vedi *Tabella 5*).

Tabella 5 *Value drivers medi a confronto*

	ROI	ROS	CT	Produttività del lavoro	Produttività del capitale	Kd	Ke	Leverage	OF
									Fatturato
Familiari	0,11	0,09	1,89	€ 1.117.534	0,95	0,06	0,13	1,51	0,05
Non Familiari	0,09	0,04	2,30	€ 568.853	1,28	0,04	0,11	1,40	0,02

Seguendo le coordinate dettate dai determinanti dell'EVA[®] per la costruzione dell'albero del valore si osserva quanto segue.

L'indice di redditività del capitale investito (ROI), il più idoneo a sintetizzare l'evolversi del reddito operativo e del capitale investito, è più alto per le imprese familiari. A confermare questo dato vi è la redditività delle vendite prodotta, espressa dall'indice ROS e anch'essa maggiore per la classe in questione. Data la stretta correlazione tra i dati, il confronto continua guardando alla produttività del

lavoro, grandezza dal valore assolutamente superiore per le imprese guidate da una famiglia e alla produttività del capitale, maggiore invece per la controparte.

La redditività operativa dipende inoltre dall'intensità di utilizzo del capitale investito, misurata dal value driver *Capital Turnover* (CT), dato dal rapporto tra i Ricavi e il COIN. Questo indicatore si dimostra maggiore per le aziende non familiari, che presentano un CT pari a 2.30, superiore di 0.41 punti rispetto a quello registrato dalla controparte: questo risultato sottolinea una maggior efficienza da parte delle family businesses nell'utilizzo del capitale.

Spostando l'attenzione sulla seconda determinante dell'EVA[®], ovvero osservando le componenti del costo del capitale investito (WACC), si nota inoltre che le imprese familiari presentano un costo del capitale di debito (K_d) e del capitale di rischio (K_e) superiori. Questi risultati possono essere giustificati mediante il *Leverage*, espressivo del grado di indebitamento dell'azienda, e il rapporto tra gli *Oneri finanziari* e il *Fatturato*, entrambi misuratori del rischio finanziario.

Le imprese familiari presentano valori più elevati per entrambe le grandezze richiamate, quindi risultano maggiormente indebitate, nonché esposte ad un grado di rischio finanziario più alto al quale quindi corrisponde il maggiore costo del capitale di rischio; relativamente alla remunerazione del capitale di terzi si può dire che il più alto valore rispetto a quello presentato dalla classe delle imprese non familiari, sia legato anch'esso al maggior grado di indebitamento dato che, con le ipotesi iniziali, si è stabilito pari al rapporto tra gli oneri finanziari netti e la posizione finanziaria netta.

Da quest'ultima osservazione si conclude quindi che un fattore negativo per ciò che riguarda la creazione di valore da parte delle aziende familiari è rappresentato dalla componente finanziaria.

Per approfondire l'analisi compiuta e avere una conferma dei risultati fin qui esposti, si è ricorsi al calcolo del valore creato attraverso una seconda metodologia, capace di non considerare l'aspetto appena richiamato ma mirata

all'esame della sola gestione caratteristica: in questo modo quindi si ipotizza che l'impresa sia priva di indebitamento.

Con tale procedura il valore positivo, ovvero negativo, che l'impresa avrà prodotto deriverà dalla differenza tra la redditività del capitale proprio e il relativo costo. In termini relativi si avrà:

$$\text{Valore creato} = ROE - Ke$$

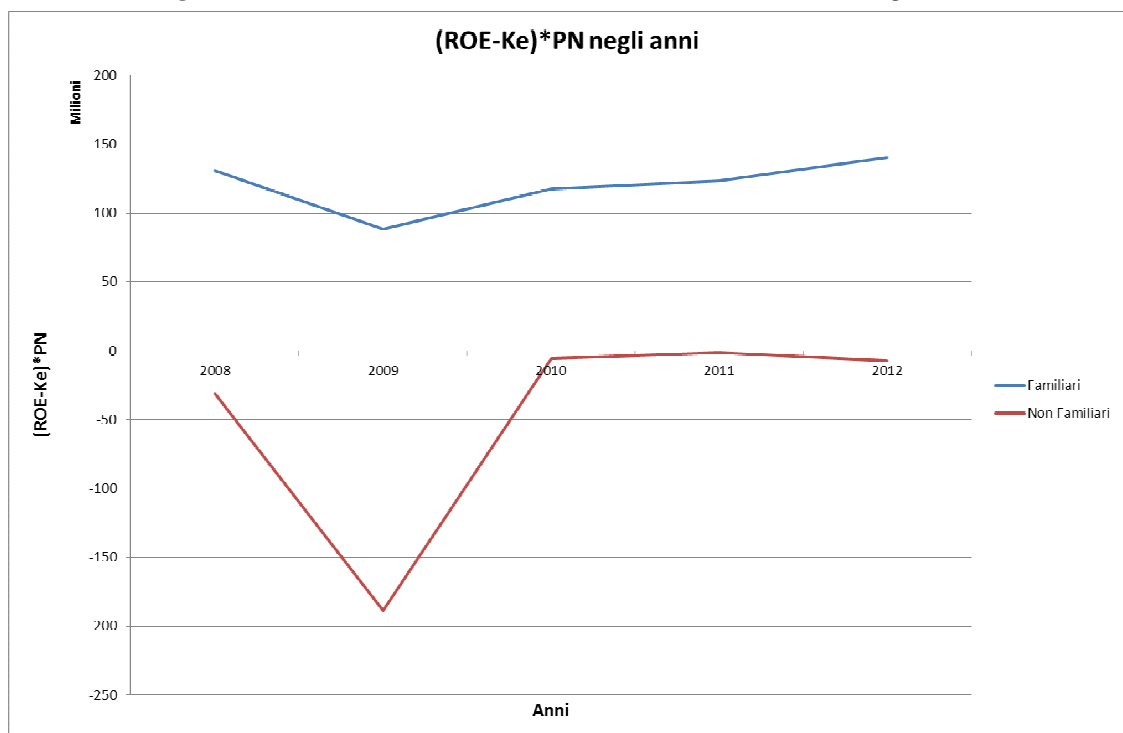
mentre i valori assoluti deriveranno dal prodotto di quelli ottenuti con la formula appena esposta e il Patrimonio Netto (PN) dell'azienda nell'anno in esame:

$$\text{Valore creato} = (ROE - Ke) * PN$$

Dopo aver calcolato questo "nuovo" parametro per ogni entità osservata, si è proceduto con la definizione del valore medio per ogni anno e per ognuno dei due gruppi componenti il campione.

L'analisi dei risultati ottenuti conferma quanto osservato con il metodo dell'EVA[®] e migliora ancor di più la situazione delle family businesses: quest'ultime infatti sembrerebbero in grado di gestire l'unità produttiva in modo migliore o, quantomeno, più stabile e in modo tale da ottenere risultati positivi in media costanti in termini di gestione caratteristica (Vedi Figura 25).

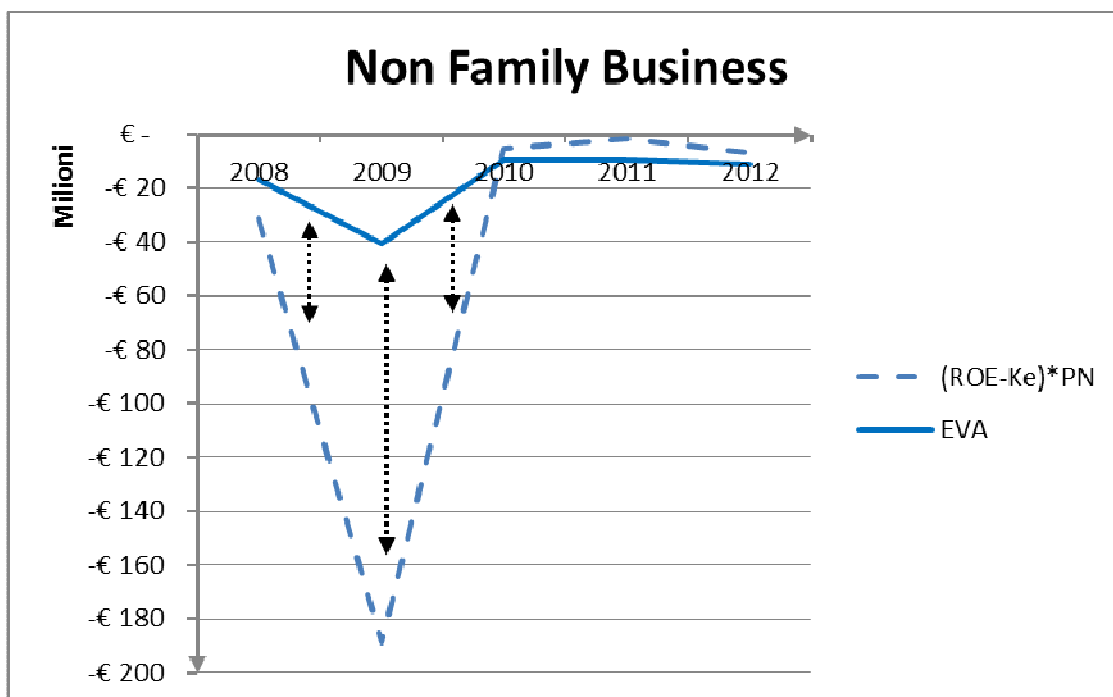
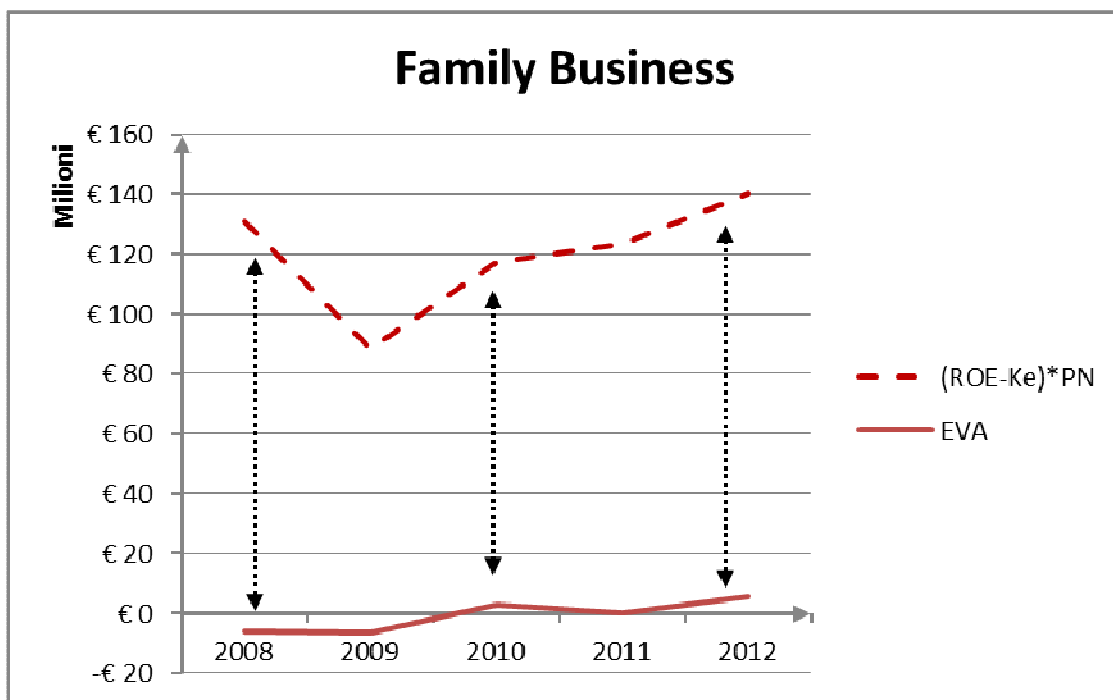
Figura 25 Andamento del valore $(ROE - Ke) * PN$ medio negli anni



Confrontando gli andamenti dei valori ottenuti dai due metodi, EVA[®] e (ROE-Ke), si deduce che in entrambe i casi, le family businesses si dimostrano migliori e con performance in crescita. Il cammino sostenuto negli anni si presenta in generale costante, privo di drastici cambiamenti di rotta, quali hanno invece caratterizzato il trend delle imprese non familiari.

Il risultato più importante di questo confronto è dato dalla perenne positività dei dati della gestione caratteristica registrati nel corso dei cinque anni da parte delle aziende guidate da una famiglia e quindi la conferma che ad abbattere il valore creato dalle family firms sia la componente finanziaria (Vedi *Figura 26*).

Figura 26 Il trend dei valori creati a confronto



Conclusioni

Questo lavoro, terminatosi con l'analisi empirica appena esposta, aveva l'obiettivo di capire se la presenza di una famiglia a capo dell'impresa potesse influire positivamente sui risultati da questa conseguiti.

Ciò che emerge dallo studio dei dati raccolti ed elaborati sembra confermare l'ipotesi iniziale e, in generale, concordare con ciò che altre ricerche riportano, studi compiuti su base nazionale da istituzioni riconosciute: un esempio è rappresentato dall'Osservatorio AUB che dispone di informazioni dettagliate e aggiornate relative alla proprietà, alla governance, al management e alle performance economiche e finanziarie di tutte le aziende italiane a proprietà familiare con un fatturato pari o superiore a 50 milioni di euro.

È stato necessario, per riuscire ad arrivare a tali conclusioni, compiere il confronto con entità simili perché anch'esse quotate e produttrici della stessa tipologia di output ma, a differenza delle prime, prive delle caratteristiche richieste dalla definizione di family business considerata per compiere il presente studio.

Guardando ai risultati si può concludere che le imprese familiari presentano una marcia in più in termini di gestione: infatti, pur mostrandosi maggiormente indebitate, quindi esposte ad un rischio finanziario superiore che comporta un costo del capitale di proprietà più alto, esse registrano risultati migliori, con andamento positivo e, soprattutto, caratterizzato da costanza e maggior stabilità. I dati vengono confermati dal secondo indice di misurazione del valore creato che, a differenza dell'EVA[®], non considera la componente finanziaria ma si concentra sulla gestione caratteristica dell'impresa.

L'analisi specifica dunque, evidenzia come il maggior coinvolgimento della famiglia nell'impresa, portatrice di un sistema di obiettivi, di risorse idiosincratiche e di abilità, meglio noto come familiness (Habbershon e Williams, 1999; Habbershon et al., 2003), contribuisca a conferire all'impresa familiare migliori risultati rispetto alle non familiari.

È opportuno precisare che la natura di queste specifiche realtà fa sì che gli obiettivi, soprattutto di medio-lungo termine, vadano al di là dei ritorni meramente finanziari per abbracciare una concezione più ampia (Chrisman et al., 2004).

Infine è bene ribadire che il lavoro è sottoposto ad alcuni limiti che ovviamente inducono ad una cauta interpretazione e generalizzazione dei relativi esiti.

Tabella 6 Società oggetto dell'analisi empirica

	NOME SOCIETA'	MICRO SETTORE	AREA GEOGRAFICA
1	Aeffer	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD
2	Arena	Alimentari	SUD
3	B&C Speakers	Moda, prodotti per la casa e per la persona	CENTRO
4	Basicnet	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD
5	Bialetti Industrie	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD
6	Bioera	Alimentari	NORD
7	Bonifiche Ferraresi	Alimentari	CENTRO
8	Brembo	Automobili e componentistica	NORD
9	Brunello Cucinelli	Moda, prodotti per la casa e per la persona	CENTRO
10	Caleffi	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD
11	Campari	Alimentari	NORD
12	Centrale Del Latte Di Torino	Alimentari	NORD
13	Ciccolella	Alimentari	NORD
14	Cobra	Automobili e componentistica	NORD
15	Csp International	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD
16	De' Longhi	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD
17	Digital Bros	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD
18	Elica	Moda, prodotti per la casa e per la persona	CENTRO
19	Emak	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD
20	Enervit	Alimentari	NORD

21	Fiat	Automobili e componentistica	NORD
22	Geox	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD
23	Immsi	Automobili e componentistica	NORD
24	Indesit Company	Moda, prodotti per la casa e per la persona	CENTRO
25	Italia Independent Group	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD
26	Ki-Group	Alimentari	NORD
27	La Doria	Alimentari	SUD
28	Landi Renzo	Automobili e componentistica	NORD
29	Luxottica	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD
30	Moleskine	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD
31	Moncler	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD
32	Parmalat	Alimentari	NORD
33	Piaggio & C	Automobili e componentistica	CENTRO
34	Pininfarina	Automobili e componentistica	NORD
35	Piquadro	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD
36	Pirelli & C.	Automobili e componentistica	NORD
37	Poltrona Frau	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD
38	Ratti	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD
39	Rosss	Moda, prodotti per la casa e per la persona	CENTRO
40	Safilo Group	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD
41	Salvatore Ferragamo	Moda, prodotti per la casa e per la persona	CENTRO
42	Sogefi	Automobili e componentistica	NORD
43	Stefanel	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD

44	Tod'S	Moda, prodotti per la casa e per la persona	CENTRO
45	Valsoia	Alimentari	NORD
46	Zucchi	Moda, prodotti per la casa e per la persona	NORD

Bibliografia

A.A. BERLE – G.C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan 1932.

A.A.V.V., *Valutare l'azienda*, IPSOA Editore Spa, Milano, 1997, pagina 34.

ANGRISANI A., SICA S., *Il patto di famiglia e gli strumenti di successione dell'impresa*, Torino, Giappichelli, 2007.

ANTHONY R., "Accounting for the Cost of Equity," *Harvard Business Review* (1973), pp. 88-102 e "Equity Interest – Its Time Has Come," *Journal of Accountancy* 154 (1982).

ASTRACHAN J. H., SHANKER M. C., "Myths and realities: family business contribution to the US economy. A framework for assessing family business statics", in *Family Business Review*, vol 9 n2 1996.

ASTRACHAN J.H. , S.B. KLEIN, K.X. SMYRNIOS, "The Experience Dimension of Family Influence: Generation in Charge" in *The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem*, *FAMILY BUSINESS REVIEW*, vol. XV, no. 1, March 2002 © Family Firm Institute, Inc.

ASTRACHAN J.H. , S.B. KLEIN, K.X. SMYRNIOS, "The Power Dimension of Family Influence: Ownership, Governance, and Management Participation" in *The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem*, *FAMILY BUSINESS REVIEW*, vol. XV, no. 1, March 2002 © Family Firm Institute, Inc.

ASTRACHAN J.H., KLEIN S.B., SMYRNIOS K.X., “The Culture Dimension of Family Business: Family and Business Values” in The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem, FAMILY BUSINESS REVIEW, vol. XV, no. 1, March 2002 © Family Firm Institute, Inc.

BARCLAY, HOLDERNESS, Private benefits from control of public corporation, Journal of Financial Economics 25 (1989) 371-395. North-Holland.

BARILE S., GATTI M., Corporate governance e creazione di valore nella prospettiva sistemico-vitale, Sinergie n.73-74 anno 2007.

BENNET STEWART III G., La ricerca del valore: una guida per il management e per gli azionisti, EGEA 2000.

BENNET STEWART III G., The Quest for Value: A Guide for Senior Managers, Hardcover, 1999.

BINI M., GUATRI L., Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, UBE 2005.

BOLDIZZONI D., L’impresa familiare, Il Sole 24 Ore, 1988

BORSA ITALIANA, Lo schema DuPont, 3 febbraio 2012 .

BOZZOLAN S., Bilancio e valore: metodi e tecniche di simulazione. McGraw-Hill, 2001.

BRUNETTI G., CORBETTA G., Ruolo e funzionamento dei consigli di amministrazione nelle imprese di medie e grandi dimensioni a proprietà

- familiare, in Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano, Milano, Etas Libri, 1998.
- BURNS T., G.M. STALKER, The Management of Innovation, 1961, London: Tavistock.
- BUTERA F., Il castello e la rete: impresa, organizzazioni e professioni nell'Europa degli anni '90, Milano, Franco Angeli, 2003.
- CADIEUX L., LORRAIN J., HUGRON P., "Succession in women-owned family businesses: A case study", Family Business Review n.15, 2002.
- CASELLI S., GATTI S., Il corporate lending. Manuale della gestione del credito alle imprese: organizzazione, valutazione e contratti, Bancaria Editrice 2003.
- CASSAZIONE, Sez. I, n.4184, 'motivi della decisione', punto 4.2.
- CASSON M., The economics of the family firm, Scandinavian Economic History Review, volume 47, Issue 1, 1999.
- CHEN S., DODD L. J., Economic Value Asses (EVATM): An Empirical Examination Of A New Corporate Performance Measure, in Journal Of Managerial Issues, Vol. IX n. 3 1997.
- CHRISMAN, J.J., CHUA, J.H., LITZ, R.A., 2004. Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence, Entrepreneurship Theory & Practice 28.
- COLE P.M., "Women in family business", Family Business Review, 10(4), 1997

Commissione Europea, “European Commission weighs options to break the ‘glass ceiling’ for women on company boards”, 5 Marzo 2012.

COMMISSIONE EUROPEA, “Overview of family business relevant issue: research, networks, policy measures and recent studies” del 2009.

Commissione Europea, 2003/361/CE: RACCOMANDAZIONE DELLA COMMISSIONE del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese.

CORBETTA G., Capaci di crescere. L’impresa italiana e la sfida della dimensione, Egea, 2005.

CORBETTA G., DEMATTÈ C., I processi di transizione delle imprese familiari, DIR, 1993.

CORBETTA G., FORESTIERI G., Le banche italiane dal credito al merchant banking, Mediocredito.

CORBETTA G., Le aziende familiari. Strategie per il lungo periodo, Egea, 2010

CORBETTA G., Le imprese familiari. Caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo, Egea, 1995

CORBETTA G., Le medie imprese. Alla ricerca della loro identità, Egea, 2000

CORBETTA G., Metodologia e tecniche della ricerca sociale, Il Mulino, 1999

CORBETTA G., PRETI P., La successione nelle aziende familiari, Economia & Management , 2, pp. 123-125, 1988.

CORBETTA G., TOMASELLI S., I consigli di amministrazione nelle imprese familiari italiane, Economia & Management, 1996

CORTE EUROPEA DEI DIRITTI DELL’UOMO, I sez., 24 giugno 2010, ric. n. 30141/04, Schalk e Kopf c. Italia, in in Dir. pubbl. comparato ed europeo, 2011, 137.

COSTITUZIONE ITALIANA, art. 29.

DAL PIVA G., FURLAN A., Private equity e passaggio generazionale, Finlife Corporate Finance 2013.

DALLOCCHIO M., SALVI A., Finanza d’Azienda, EGEA 2005.

DANCO L.A., Inside the family business, The University Press, 1980; Beyond survival.

DANCO L.A., JONOVIC D.J., Outside directors in the family owned business, Cleveland, The University Press.

DAVIS J. A, TANGIURI R., “Bivalent Attributes of the Family Firm”, in Family Business Review, Volume IX, n.2 1996, p. 199-208.

DAVIS J.H., SCHOOTMAN F.D., DONALDSON L., Toward a stewardship theory of management, in Accademy of management Review, 22(1), 1997.

DAVIS P., Realizing the potential of Family Business in “Organizational Dynamics”, n2 1987.

- DE MASSIS A., CHUNA J., CHRISMAN J., Factors preventing intra-family succession”, in Family Business Review, 21 (2), pp. 183-199, 2008.
- DEL BENE L., LATTANZI N., LIBERATORE G., Aziende familiari e longevità economica, IPSOA 2012 p.36-40.
- DEL GIUDICE M., Il modello imprenditoriale e gestionale, AFFARI DI FAMIGLIA – Egea 2011.
- DEL POZZO A., Gli indicatori del processo di valore e le relazioni con gli stakeholder: mutamenti di prospettiva, Torino, Giappichelli, 1996.
- DEMSETZ H., LEHN K., The structure of corporate ownership: causes and consequences, Journal of Political Economy.
- DI MASCIO A., Family business. Strategie private e corporate banking per le imprese familiari, EGEA 2007.
- DI MICHELE V., La famiglia di fatto, Ed. L’Atheneum Firenze, 2006.
- DI TORO P., Governance, etica e controllo. Assetti societari, codici di autodisciplina e audit interno, Cedam, Padova, 2000.
- DONKELS e FROHILCH 2000, Are family business really different? European experiences from a stratos, in Family Business Review n.2 1991: “We consider a business as being a family business if family members own at least 60% of equity”.
- DONNA G., La creazione di valore nella gestione dell’impresa, CAROCCI EDITORE, 1999.

DYER W.G e DYER W.J. “Putting the family into family business research”, in Family Business Review, n. 22, 2009

ESPOSITO DE FALCO S. (a cura di), Evoluzioni e prospettive negli studi sulla governance tra economia d’impresa e diritto societario, ESI, Napoli, 2006, p. 79.

F.FORTUNA, Corporate Governance. Soggetti, modelli e sistemi, Franco Angeli 2002.

FERRERO G., Il ruolo delle valutazioni analitico-patrimoniali nei processi estimativi di aziende oggetto di rilievo, in Saggi di Ragioneria e di Economia Aziendale. Scritti in onore di Domenico Amodeo, Padova, Cedam 1987.

FERRERO G., Imprese e management, Giuffré Milano 1987, pag.48-49.

FERRERO G., La valutazione economica del capitale d'impresa, Giuffré 1966.

FERRERO O., La valutazione d’azienda nelle operazioni di M&A. Un’analisi delle principali scelte valutative, Quaderno Monografico RIREA, n. 77, 2009.

FITOUSSI JEAN, “Un luogo comune. Se il valore non è altro che una rendita”, in Affari & Finanza, La Repubblica, 14 giugno 1999.

FRANZISKA MÜLLER TIBERINI, Women in family business, Families in Business No10 003, 1 settembre 2003.

G. DELL'AMORE, Le fonti del risparmio, Giuffrè 1962 p.36.

GALGANO F., Il nuovo diritto societario, in "Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia", vol. XXIX, Cedam, Padova, 2003, pagg. 49-62.

GALLO M.A., Cultura en Empresa Familiar, Nota Tecnica de la Divisione de Investigation del IESE N. DGN-457, Barcellona, in Tomaselli S., Longevità e sviluppo delle imprese familiari, Giuffrè, 1996, p.13 e seguenti.

GALLUCCI C., NAVI G., Family vs Non-Family: un'analisi sulle performance nel wine business, Esperienze d'Impresa n. 2/2011.

GERSICK, DAVIS, HAMPTON, LANSBERG, "Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business", Harvard Business School Press, 1997.

GHOSHAL S., "Bad Management Theories Are Destroying Good Management Practices", Academy of Management Learning & Education, vol. 4, N. 1, 2005, pagg. 75-91.

GHOSHAL S., MORAN P., "Bad for Practice: A Critique of Transaction Cost Theory", Academy of Management Review, vol. 21, N. 1, 1996.

GIACHINO C., La strategia di sviluppo prodotto: il DNA dell'azienda, Giappichelli Editore 2012, p.23.

GIANNESSI E., Interpretazione del concetto di azienda pubblica, Pisa, Cursi 1961 pag 20-21.

GIUNTA F., BONACCHI M., Rapporto economico e finanziario sul sistema industriale pratese (2001-2004), Franco Angeli 2006.

GIUNTA F., BONACCHI M., SAVAGLIO G., La Creazione di valore nel distretto tessile pratese: primi risultati di una ricerca, in Liuc Papers n. 86, Serie Piccola e Media Impresa 6, maggio 2001.

GONNELLA E., Logiche e metodologie di valutazione d'azienda – Valutazione stand-alone, Pisa University Press, 2013.

GORDON M.J., The Investment, Financing and Valuation of the Corporation, Homewood, Irvin 1962.

GUATRI L., BINI M., I moltiplicatori nella valutazione delle aziende, Università Bocconi 2002.

GUATRI L., La valutazione delle aziende, Milano finanza Service, Milano finanza Service, Milano 1998-2000.

GUATRI L., SICCA L., Strategie, leve del valore, valutazione delle aziende, EGEA 2000.

GUGLIELMI G., Il Rapporto tra EVA e DCF, in La valutazione delle aziende, n. 8, 1998.

HABBERSHON, T.G., WILLIAMS, M., A unified systems perspective of family firm performance, Journal of Business Venturing 18, MacMillan, I.C., 2003.

- HABBERSHON, T.G., WILLIAMS, M.L., 1999. A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms, *Family Business Review* 12 (1).
- HAMEL-PRAHALAD, Strategic intent, in *Harvard Business Review*, maggio-giugno 1989.
- HAMILTON E., “Whose Story is it Anyway? Narrative Accounts of the Role of Women in Founding and Establishing Family Business”, *International Small Business Journal*, 24(3), p. 253, 2006.
- HITCHNER J.R., *Financial Valuation: Applications and Models*, John Wiley & Sons 2006.
- ELABORAZIONI CENTRO STUDI SULL’IMPRESA DI FAMIGLIA DI PADRE IN FIGLIO, *Il ciclo di vita del family business*, 2010.
- ISOLA ANTONIO, *I dati quantitativi e qualitativi ed i parametri di valutazione*.
- JORISSEN A., LAVEREN E., MARTENS R., REHEUL A., Real Versus Sample-Based Differences in comparative Family Business Research, *Family Business Review* September 2005 18: 229-246.
- JOVENITTI P., *Strategie mobiliari per la continuità e la successione d’impresa*, Milano Egea 1998.
- JURCOVICH L., JURCOVICH E., *Le convivenze possibili in famiglia e nelle imprese di famiglia*, Milano, Franco Angeli, 2010.

KAZLAUSKIENE V., CHRISTAUSKAS C., Business Valuation Model Based on the Analysis of Business Value Drivers, ENGINEERING ECONOMICS. 2008. No 2 (57).

KPMG Phoomchai Business Advisory Ltd., a Thai member firm of KPMG, 2006, <http://www.kpmg.com>.

LANSBERG I., The succession conspiracy, in Family Business Review, 1(2), pp 119-143, 1988.

LANSBERG, E.PERROW, S.ROGOLSKY “A business in which the members of a family have a legal control over ownership” p.2.

LANSBERG, E.PERROW, S.ROGOLSKY, “Editor’s notes of first number of family business review” in Family Business Review (1988) p. 1-8.

LIBERATORE G., La valutazione delle PMI, Franco Angeli, 2010.

LITTUNEN H., HYRSKY K., The Early Entrepreneurial Stage in Finnish Family and Nonfamily Firms, Family Business Review Volume 13, Issue 1, pages 41–54, March 2000.

LOOMER S., HARINGTON A., Sharing Synergies, in “Value Added”, Cole & Partners, Volume 9, n. 1, January 2003.

MAGGIONI V., Gestione, governo e organizzazione dell’impresa familiare, (a cura di), Affari di famiglia, EGEA, Milano 2011.

- MAHERAULT L., The influence of going public of investment policy: an empirical study of French family-owned businesses, *Family Business Review*, 13, 2000.
- MARIANI G., Dalla crisi alla creazione di valore: il processo di Turnaround, Pisa University Press 2012, pp.22-23.
- MASSARI M., ZANETTI L., Valutazione Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario, McGraw-Hill. Milano, 2008.
- MAURO M., “Il ruolo della funzione finanza nelle aziende a proprietà familiare. L’influenza sul valore”, in Enrico Viganò (a cura di), *La sensibilità al valore nell’impresa familiare*, Cedam 2006.
- MEMBER OF WORLD BANK GROUP, IFC Family Business Governance Handbook, 2011 International Finance Corporation.
- MERCER Z.C., HARMS T.W., Business Valuation, JOHN WILEY & SONS, 2007.
- MEULDERS-KLEIN M. T. E THÉRY I, Quels repères pour les familles recomposées?, (1995).
- MILLER, D. & LE BRETON-MILLER, I., Managing for the Long Run: Lessons in Competitive Advantage from Great Family Businesses. Boston, MA: Harvard Business School Press, 2005.
- MONTEMERLO D., Il governo delle imprese familiari. Modelli e strumenti per gestire i rapporti tra proprietà e impresa, Milano, Egea, 2000.

MONTEMERLO, D., ALESSI, M., 2000, I patti di famiglia: uno strumento di buon governo per le imprese familiari, *Economia & Management*, Novembre, n.6.

MUSAIO A., *Il capitale d'impresa. Configurazione e valutazione*".

MUSAIO A., *Il trasferimento di ramo d'azienda*, Milano, Franco Angeli, 2002.

MUSAIO A., Valore economico del capitale, prezzo teorico di trasferimento e "correttivi fiscali", in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, settembre-ottobre 2001.

NEWFIN Ricerche, Università Bocconi n.52 di settembre 1995, pag. 63.

PAGANELLI O., *Valutazione delle aziende*, UTET 1990.

PEDRIALI F., *Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali*, HOEPLI EDITORE, 2006.

PENDERY, Three Top Economists Agree 2009 Worst Financial Crisis Since Great Depression; Risks Increase if Right Steps are Not Taken, (2009).

PIANTONI G., *La successione familiare in azienda. Continuità dell'impresa e ricambio generazionale*, 1990 Etas.

PINI M., *La sopravvivenza dell'azienda nel passaggio generazionale*, in Paolone G. (a cura di), *L'azienda a proprietà familiare*, Torino, Giappichelli 1996.

POUTZIOURIS, SMYRNIOS and KLEIN IN ASSOCIATION WITH IFERA –
THE INTERNATIONAL FAMILY ENTERPRISE RESEARCH

- ACADEMY (2006) Handbook of Research on Family Business op.cit. pp 69-70.
- PRATT S. P., Valuing a Business, 5th Edition: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, McGraw-Hill Library of Investment and Finance 2007.
- PUGLIESE, Financial reporting in small family firms: searching for a new framework, in The Value Orientation in Family Firms, CEDAM 2006.
- RABUINI L., Metodologie di stima del capitale economico delle aziende, <http://www.borsaitaliana.it>.
- RACCOMANDAZIONE DELLA COMMISSIONE 2003/361/CE, Gazzetta ufficiale dell'Unione europea del 20/05/2003.
- RAWLEY T., BENTON E. G., The Valuation Handbook, John Wiley & Sons, Inc. 2010 pp. 158.
- REILLY R.F., R.P. SCHWEIHS, The Handbook of Business Valuation and Intellectual Property Analysis, McGraw-Hill 2004.
- RENOLDI A., Valore dell'impresa, creazione di valore e struttura del capitale, EGEA, Milano, 1997, pagg. 17 – 18.
- RICCIARDI A., La valutazione d'azienda e i suoi metodi, Dicembre 2012.
- ROMANO M., I rapporti tra "E.V.A." e flussi di cassa nella misurazione del valore e della performance nelle aziende in equilibrio: prospettive di analisi dinamica, RIREA, 2002.

ROYER S., SIMONS R., BOYD B., RAFFERTY A., “Promoting family: a contingency model of Family Business Succession”, Family Business Review, 21(1), 2008.

SAVARIS R., La pianificazione finanziaria integrata dell'impresa familiare, Progetto SMEFIN – Ridisegno dell'infrastruttura finanziaria delle reti di imprese.

SCHILLACI C.E., I processi di transizione del potere imprenditoriale nelle imprese familiari, Torino Giappichelli, 1990.

SCIASCIA S., MAZZOLA P., Family Involvement in Ownership and Management: Exploring Nonlinear Effects on Performance, Family Business Review. Dec2008, Vol. 21 Issue 4, p331-345. 15p. 3 Charts, 1 Graph.

SORCI C., La prefigurazione del ricambio generazionale nell'impresa, in AA.VV. Continuità e ricambio generazionale nell'impresa, Milano, Giuffrè.

SPINSI MASSIMO in Prefazione a BENNETT STEWART III G., op. cit., pag. 13 .

STERN J. M. - SHIELY J. S., The EVA® Challenge, John Wiley & Sons, New York, 2001.

T. HASTIE, R. TIBSHIRANI, J. FRIEDMAN, The Elements of Statistical Learning: Data Mining, Inference, and Prediction, SPRINGER 2008.

TISCINI R., Il valore economico delle aziende di famiglia, GIUFFRÈ' 2001.

TRUGMAN G.R., Understanding Business Valuation: A Practical Guide to Valuing Small to Medium Sized Businesses, AICPA 2013.

VIGANÒ E. (a cura di) “La sensibilità al valore nell’impresa familiare”. CEDAM 2006.

VINSO J.D., Debt-Free Approach Revisted, in Business Valuation Review, March 1995, pp. 36-43.

WARD J.L., Keeping the Family Business Healthy, San Francisco, California, Jossey-Bass publishers.

ZAPPA G., Il reddito di impresa : scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali, Giuffrè – Milano, 1950.

ZOCCHI W., Crisi famigliari/aziendali/patrimoniali: previsione, governo e strumenti strategici, (a cura di) Aziende famigliari e longevità economica, Milano IPSOA 2012, p. 282.

ZOCCHI W., Il Family Business – Famiglia, azienda di famiglia e patrimonio dell’imprenditore, Il Sole 24 Ore, Milano 2004, p 22.

ZOCCHI W., Il FAP: Famiglia, Azienda, Patrimonio, Il Family Business – Famiglia, azienda di famiglia e patrimonio dell’imprenditore, Il Sole 24 Ore, Milano 2004.

ZOCCHI W., Quando la famiglia è azienda, G.Giappichelli Editore – Torino, 2008.

Sitografia

1. <http://www.aidaf.it/sezioni/osservatorio-aub>
2. <http://www.consob.it>
3. <http://www.dt.tesoro.it>
4. <http://www.evca.eu>
5. <http://www.europa.eu>
6. <http://www.treccani.it>
7. <http://www.borsaitaliana.it>
8. <http://www.analisidibilancio.it>
9. <http://ec.europa.eu/>
10. <http://www.fondazione Nordest.net/Imprese-e-lavoro>
11. <http://www.istat.it>
12. <http://www.familybusinessoffice.it>
13. <http://www.ilsole24ore.it>
14. <http://www.bosh.it>
15. <http://www.kpmg.com>
16. <http://www.to.camcom.it>
17. <http://www.stepfamily.org>
18. <http://www.reuters.com>
19. <http://www.antonioricciardi.it>